

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

DES SYNDICATS
D'ÉMISSION DE VALEURS

ET DE LEUR RESPONSABILITÉ

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

sera soutenu le Mercredi 25 Mai 1898, à 2 heures 1/2.

PAR

PIERRE CHASSERIAU

Président : MM. THALLER, *professeur*

Suffragants { LÉON MICHEL, *professeur*
DESCHAMPS, *agrégé*

PARIS

LIBRAIRIE DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL GÉNÉRAL DES LOIS ET DES ARRÊTS

ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison L. LAROSE et FORCEL

22, rue Soufflot, 22

L. LAROSE, Directeur de la Librairie

1898

A MON PÈRE

A MA MÈRE

THÈSE

POUR

LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

DES SYNDICATS
D'ÉMISSION DE VALEURS

ET DE LEUR RESPONSABILITÉ

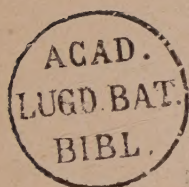
THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS
sera soutenu le Mercredi 25 Mai 1898, à 2 heures 1/2.

PAR

PIERRE CHASSERIAU

Président : MM. THALLER, *professeur*
Suffragants { LÉON MICHEL, *professeur*
 DESCHAMPS, *agréé*



PARIS

LIBRAIRIE DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL GÉNÉRAL DES LOIS ET DES ARRÊTS

ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison **L. LAROSE et FORCEL**

22, rue Soufflot, 22

L. LAROSE, Directeur de la Librairie

1898

BIBLIOGRAPHIE

Annales de droit commercial.

Badon Pascal. — Les marchés à terme.

Bailly. — Des opérations de coulisse.

Bastiné. — Code de la Bourse.

Bing (Félix). — La société anonyme en droit allemand.

Bonnet. — Le Crédit et les Banques d'émission.

Boudon (Georges). — La Bourse et ses hôtes.

— La Bourse Anglaise.

Bozérian. — Dictionnaire de la Banque et de la Bourse.

Bravard-Verrières et Demangeat. — Traité de droit commercial.

Chevillard. — Le Stock Exchange.

Constant (Ch.). — Négociation des valeurs de Bourse.

Courcelle Seneuil (J.-G.). — Traité théorique et pratique des opérations de banque.

— Le Crédit et les Banques.

Courtois (A.). — Traité élémentaire des opérations de Bourse et de change.

— Défense de l'agiotage.

Crépon. — Traité de la négociation des effets publics et autres.

Decourdemanche. — Manuel des valeurs cotées hors parquet.

Favarger. — Renseignements pratiques sur les usages de la Bourse de Paris.

Fremery. — Des opérations de Bourse.

- Gaillard (E.). — La bourse, les agents de change et les opérations de Bourse dans les législations étrangères.
- Geouffre de Lapradelle et Levy-Ulman. — La négociation en coulisse de valeurs cotées.
- Journal des banquiers et agents de change.
- Journal des sociétés civiles et commerciales.
- Journal des valeurs mobilières.
- Léchopié. — La crise financière, les syndicats financiers et ses agents de change.
- Lecoffre. — Banques et usages de banques en Angleterre.
- Léon (Eug.). — Etude sur la coulisse et ses opérations.
- Leroy-Beaulieu. — La spéculation et ses opérations de Bourse (Economiste français).
- Lévy (Raphael-Georges). — Mélanges financiers.
- Lewandoswski (M.). — De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers ou les sociétés.
- Mollot. — Bourses de commerce.
- Neymark. — De l'organisation des marchés financiers en France et à l'étranger.
- Les finances françaises de 1870 à 1885.
- Ostrorog (Léon). — Constitution des sociétés anonymes en France, en Allemagne et en Angleterre.
- Percerou. — De la responsabilité des fondateurs.
- Puynode (G. du). — Les grandes crises financières de la France.
- Raffalowich. — Le marché financier.
- Rand Bailey (J.). — Les sociétés anglaises limited.
- Revue des sociétés.
- Revue politique et parlementaire.
- Ruben de Conder. — Dictionnaire de droit commercial.
- Say (Léon). — Dictionnaire d'économie politique.
- Dictionnaire de finances.
- Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans.
- Sayous (André E.). — Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce.

Scherer (Charles). — La Bourse de Paris réforme de son organisation actuelle.

Thaller. — Précis de droit commercial.

Vainberg. — Mécanisme des opérations de Bourse.

Vidal (Emmanuel). — Le monopole des agents de change et le marché financier.

Worms. — Sociétés par actions et opérations de Bourse.

INTRODUCTION

Un des faits les plus caractéristiques de cette seconde moitié du xix^e siècle, c'est le développement considérable des grandes entreprises financières et des spéculations auxquelles elles ont donné lieu. Certes, il ne faut pas méconnaître les bienfaits de la spéculation et du crédit ; c'est grâce au crédit que le commerce et l'industrie se procurent avec tant de facilité les matériaux avec lesquels ils travaillent ; c'est grâce à la spéculation que peut se développer cet esprit d'entreprise qui a réalisé et réalisera encore tant de merveilles.

Parmi cette nuée de sociétés qui se fondent tous les jours, il en est de prospères, de florissantes ; mais il en est plus peut-être encore qui disparaissent, s'effondrent, crèvent comme des bulles de savon, suivant la pittoresque expression de M. Leroy-Beaulieu. Est-il besoin de rappeler ici 1866, au lendemain de la journée du 5 juillet, après Sadowa ? 1879 et les affaires Philippart ? Le krack de 1882, et enfin cette déplorable affaire de Panama qui semble résumer en elle tous les enseignements, en montrant jusqu'où peuvent aller d'un côté l'exaltation et l'imagination développées par une période de prospérité et

les abus du crédit, de l'autre, les procédés inqualifiables d'une certaine catégorie de financiers ?

Qui rendre responsable de ces désastres ? Est-ce la mauvaise organisation du marché financier actuel ? Sont-ce les lacunes de la législation sur la matière ? Sans aucun doute, il y aurait bien des réformes à faire sur cette question ; mais le mal vient de plus haut. C'est, comme l'écrivait M. Léon Say, au lendemain de la crise de 1882 (1).

Un accident économique qui se produit toujours de la même façon, et qui se reproduira probablement pendant bien des siècles, sans changement, que l'expérience peut faire prévoir, mais qu'elle a toujours été hors d'état de prévenir, et que sans doute elle ne préviendra jamais, parce qu'il est le résultat d'une maladie morale qu'on ne pourrait guérir qu'en modifiant la nature humaine. Quand les habitants d'un pays ont accumulé des épargnes extraordinaires dont le montant dépasse ce que le train courant des affaires peut absorber aisément, ils sont pris de vertige ; ils se mettent à la recherche de placements avec inquiétude, avec hâte, et bientôt avec une furie singulière. C'est comme une frénésie qui leur fait perdre le jugement et qui les livre, bourgeois, rentiers et paysans, capitalistes petits et grands, à des courtiers véreux qui les dupent et qui les volent. Ils ne se rendent plus compte des conditions naturelles des affaires ; ils n'écoutent plus les conseils de la prudence, et comme les papillons, ils se

1. Léon Say. *Des interventions à la Bourse depuis 100 ans*, p. 237.

brûlent à toutes les chandelles. Ils perdent le sentiment de la réalité, et croient au surnaturel ».

Est-ce à dire qu'il faille renoncer à tout espoir d'apporter le moindre remède à une telle situation ? Si on ne peut guérir complètement le mal, on n'en doit pas moins faire tous ses efforts pour en atténuer les effets. C'est à ce point de vue que nous nous sommes placés dans le cas très particulier qui fait l'objet de cette étude. Parmi les nouveaux procédés employés dans les entreprises financières, nul n'est plus répandu que celui des syndicats d'émission ; nul n'est peut-être aussi plus dangereux en ce sens que les tribunaux, en l'absence de textes, sont absolument désarmés envers eux.

Nous étudierons d'abord le fonctionnement pratique des syndicats d'émission, ce qui nous permettra d'examiner en même temps le mécanisme de la Bourse moderne et certaines pratiques financières mises à la mode durant ces dernières années ; nous aurons ensuite à nous demander quelle est la nature juridique de ces syndicats ; et enfin, dans une troisième partie, nous rechercherons quelle peut être leur responsabilité, et quelles réformes il y aurait lieu d'apporter en cette matière.

CHAPITRE PREMIER

DU FONCTIONNEMENT DES SYNDICATS D'ÉMISSION

Dans une première section, nous examinerons les différents aspects que peut affecter un syndicat d'émission. Dans une deuxième, nous examinerons les procédés employés par ces syndicats pour lancer une valeur sur le marché.

Section I.

Les sociétés par actions sont un mécanisme indispensable à l'accomplissement de la fonction du capital dans le commerce et l'industrie modernes. Il est bien évident que pour venir à bout d'entreprises colossales comme celles que l'on voit apparaître tous les jours, il faut faire appel au crédit public. La commandite ordinaire procure aux fondateurs d'une usine ou d'un commerce les fonds qui leur sont nécessaires, dans le cercle de la parenté ou de l'amitié; mais, dès que ces relations deviennent insuffisantes, eu égard à l'importance des entreprises, force leur est de puiser ces fonds dans le public. Ils y parvien-

nent au moyen des souscriptions. Ce n'est pas ici le moment d'étudier la nature de ce contrat de souscription et d'examiner les différents moyens dont on se sert pour attirer à soi l'argent du public. Il y a là une question que nous aurons à traiter lorsqu'il nous faudra parler du *prospectus*.

Bornons-nous simplement à faire observer dès maintenant, qu'à la différence de la plupart des législations étrangères récentes, la loi française n'assujettit la souscription à aucune forme spéciale, ni à aucune condition de publicité destinée à renseigner exactement le public sur l'objet de la société, sur l'importance de son capital, sur la personnalité et sur les apports des fondateurs, etc. Il y a là une lacune qui avait été comblée par le projet discuté au Sénat en 1884, mais que le législateur de 1893 a laissé subsister (1).

Voilà donc en présence les fondateurs de la société et la masse du public,

Il ne faudrait pas croire que le contrat de souscription va être directement conclu entre les parties contractantes. Presque toujours, pour ne pas dire toujours, les fondateurs ont besoin de l'intermédiaire d'une banque, d'une société financière qui a une clientèle de capitalistes, c'est-à-dire de gens ayant des épargnes disponibles, à laquelle elle inspire une confiance plus ou moins justifiée. Ces banquiers, et surtout ces fondateurs ont natu-

1. Dall. Supp. V^o Société. N^o 1194.

rellement un intérêt considérable et immédiat à la réussite de l'entreprise ; aussi ne négligent-ils rien pour l'assurer : réclame effrénée, adjonction de personnages politiques connus, hausse factice à la Bourse, etc. Cette association entre les fondateurs d'une société nouvelle, les banquiers ou établissements de crédit émetteurs, principaux actionnaires, personnages influents, et généralement toutes les personnes ayant un intérêt considérable direct ou indirect au succès de l'émission est connue dans la pratique sous le nom de *Syndicat d'émission*. Il est incontestable qu'il serait impossible de faire de grandes affaires industrielles, de grandes affaires financières sans syndicats ; il en est ainsi pour tous les pays du monde, en Amérique, en Angleterre, en Belgique, en Autriche, à Berlin comme à Vienne. Partout on organise des syndicats, parce qu'il n'existe pas de fortune particulière qui puisse courir les chances d'une opération importante, qui puisse risquer de perdre des sommes aussi considérables que celles qu'il faut exposer pour lancer une grosse affaire financière.

« D'une manière générale, dit M. Dalloz (1), on peut définir un syndicat d'émission : une association *sui generis* formée entre les fondateurs d'une société nouvelle ou de concert avec eux à l'effet de souscrire tout l'actif social, et aussitôt les formalités constitutives remplies, de revendre au public avec bénéfice (d'où le nom d'émission

1. Supp. V^o Société. N^o 1225.

d'actions à primes donné à cette combinaison) tout ou partie des titres souscrits ».

On comprend à merveille qu'une société qui fait de grosses émissions s'assure à l'aide de syndicats du placement de ceux de ses titres les plus difficiles à écouler dans le public. L'idée est excellente en elle-même, et a donné souvent de très heureux résultats. L'objet propre de ces syndicats d'émission est de garantir à la société le placement de ses titres, et d'assurer aux participants, en échange, le bénéfice résultant de la revente avec prime des titres au public, si le syndicat a acheté en bloc les valeurs émises, ou du courtage stipulé, si le syndicat est simplement intermédiaire entre le public et la société. Nous allons examiner dans un instant la différence entre ces deux hypothèses; pour le moment, résumons en un mot l'objet du syndicat d'émission; il achète en gros pour revendre en détail, voilà sa fonction et sa raison d'être.

L'achat n'est souvent qu'éventuel; car si le public ne souscrit pas la totalité des actions, le syndicat est obligé de garder pour lui ceux des titres dont le public n'a pas voulu (1). On voit par là l'intérêt qu'une société peut avoir à s'assurer le concours de financiers qui pousseront à la souscription des titres, afin d'éviter le risque, et qui, si les choses tournent mal, prendront la partie de l'émission laissée par le public.

1. Ainsi pour l'émission des bons de l'Exposition de 1900 sur 3.500.000 bons offerts au public, 1.760.759 ont été souscrits, le syndicat a dû en garder 1.490.000.

Voilà donc brièvement le but et la fonction du syndicat d'émission ; il nous faut maintenant regarder de plus près, et voir, en le décomposant, quel est le mécanisme de cette institution si répandue de nos jours. Nous avons dit tout à l'heure que le syndicat jouait, suivant les cas, le rôle de vendeur ou de commissionnaire ; examinons successivement ces deux hypothèses.

Prenons d'abord le cas où le syndicat fait simplement office de courtier ou d'intermédiaire entre la société et les souscripteurs. Il est bien évident, comme nous le disions plus haut, que lorsqu'il s'agit d'une grosse émission de titres, il est de toute nécessité de faire appel aux grands établissements de crédit dont la clientèle est très étendue. Voici comment se décompose l'opération : la société est formée, mais les titres ne sont pas encore émis ; on va trouver un banquier ou un établissement de crédit, et l'on convient que celui-ci se chargera de l'émission des titres, moyennant un droit de commission, tant pour cent. Mais, remarquons-le bien, à ce moment-là, les titres ne sont pas émis ; la société n'a pas encore fait appel au public, puisqu'elle s'adresse à ce banquier, précisément pour faciliter l'émission de ses titres. Ce contrat du reste n'a rien que de très licite ; c'est à la suite de cette convention que nous voyons apparaître le syndicat d'émission. Le banquier, en effet, afin de lancer plus sûrement son émission, s'entourera d'autres banquiers, d'établissements de crédit, qui constitueront le syndicat. Ce syndicat ouvre ses guichets, moyennant une commission

qui varie suivant les cas, tant par titre. Si on ne forme pas de syndicat, pas de guichets ouverts, car toute la clientèle qui souscrit aux émissions appartient à ces maisons de crédit et à ces banquiers ; si on n'a pas cette clientèle, la souscription n'est pas couverte. Ces établissements touchent ainsi une grosse somme, sans courir aucun risque, car ils se contentent de toucher un droit de commission, tant par titre, sans rien garantir.

Certains auteurs, M. Pic, entre autres, considèrent tout syndicat d'émission, comme syndicat de garantie, c'est-à-dire garantissant à la société le placement de ses titres. Même dans l'hypothèse que nous venons d'examiner, il y a, dit-il, garantie. « Les syndicataires, dit M. Pic (1), ne se verraient obligés de souscrire personnellement les titres, qu'autant que, l'émission ayant échoué auprès du public, la société exciperait à l'encontre du syndicat de l'obligation de garantie par lui contractée, tout syndicat d'émission impliquant garantie du placement intégral des titres ». Nous ne partageons pas cette manière de voir un peu absolue ; sans doute dans la plupart des cas, le syndicat d'émission est en même temps syndicat de garantie, et nous allons nous occuper dans un instant des différents aspects des syndicats de cette nature. Mais nous croyons qu'il n'y a garantie que lorsque le syndicat achète pour revendre. Dans l'hypothèse que nous venons d'examiner, et qui ne se produit peut-être que rarement dans la pra-

1. Note sous Paris, 12 décembre 1893. D. P., 1896. 2. 481.

tique, le syndicat se borne à toucher un droit de commission, de courtage sur les titres qu'il émet ; il n'y a là rien qui éveille l'idée de garantie. Que par suite de combinaisons financières, on ait pu ajouter à une commission de cette nature, une garantie en raison du non placement ou du placement au rabais de quelques-uns des titres, c'est très possible ; mais il n'en reste pas moins vrai qu'on peut fort bien concevoir un syndicat d'émission, ne garantissant en aucune façon le placement des titres qu'il a pour mission d'écouler dans le public, et que cette conception n'a rien qui puisse choquer les principes en la matière.

A côté du syndicat commissionnaire, si l'on peut s'exprimer ainsi, nous trouvons, avons-nous dit, le syndicat vendeur ou syndicat de garantie. Dans cette seconde hypothèse, nous sommes en présence d'une société définitivement constituée ; les titres ont été émis, et c'est alors seulement qu'intervient, avec ce banquier dont nous parlions plus haut, un véritable contrat de vente. Il achète en bloc tous les titres pour les revendre avec prime, et garantit à la société le placement de ceux des titres dont le public n'aura pas voulu. Même adjonction ensuite de banquiers, établissements de crédit, personnages influents pour assurer le succès de l'opération. Il y a donc bien des ressemblances au point de vue du mécanisme, entre les deux hypothèses que nous venons d'examiner ; mais deux différences essentielles sont à retenir : d'abord dans le cas du syndicat commissionnaire, la société est

en voie de constitution, et les titres ne sont pas émis ; dans l'hypothèse du syndicat vendeur, au contraire, la société est absolument constituée, et les titres émis. D'un autre côté, le syndicat dans la deuxième hypothèse, implique forcément une idée de garantie, tandis qu'il n'en est pas de même dans le premier cas.

Comme les syndicats d'émission de la seconde nature sont de beaucoup les plus fréquents dans la pratique, il nous faut les examiner de plus près et étudier leurs différents aspects. Nous avons dit déjà que dans cette hypothèse la société régulièrement constituée dispose de son capital, elle a les ressources nécessaires pour faire la publicité. Mais elle doit se préoccuper du placement de ses obligations et s'assurer, tout en faisant appel au public, qu'en cas d'indifférence de celui-ci, elle pourra faire prendre tout ou partie de son émission par la spéculation. C'est de cette idée que l'on est parti pour organiser les syndicats de garantie. Ceux-ci, composés de maisons de crédit, grands industriels, personnages influents, etc., achètent en bloc tout ou partie des titres émis par la société, afin de les revendre au public avec prime ; de ce fait le syndicat perçoit naturellement une rémunération, mais il court aussi des risques. Si le public auquel on l'adresse couvre l'émission, le syndicat non-seulement ne perdra rien, mais réalisera un bénéfice. Si les choses tournent mal, il sera forcé de prendre à son compte la partie de l'émission dont le public n'aura pas voulu. Il y a donc

là un véritable contrat aléatoire qui n'offre rien de répréhensible (1).

Les syndicats de garantie qui sont une sorte d'assurance contre les risques du placement des titres, sont, croyons-nous, une institution louable, et lorsqu'on se reporte aux excès de spéculation qui se faisaient autour des emprunts avant l'institution des syndicats, on ne peut que se féliciter d'avoir vu s'introduire parmi nous un usage qui a été en réalité réglementé pour la première fois par M. Thiers en 1871. Malheureusement les syndicats financiers ne se sont pas toujours présentés ainsi ; il en est qui se sont formés en vue de spéculations moins avouables. On sait qu'une société véreuse, sur l'avenir de laquelle il n'y a pas d'illusion possible, est sur le point de prendre naissance ; on choisit aussi généralement une valeur qui soit de nature à surexciter les espérances du public. Grâce aux moyens énormes de réclame dont on dispose à l'heure actuelle, il n'est pas difficile de provoquer une hausse factice. Le syndicat qui fait l'émission garde la majeure partie dans ses caisses ; il fait répandre le bruit que la souscription a été plusieurs fois couverte, de sorte que les titres font immédiatement prime sur le marché. Plus tard survient la débâcle, et les acquéreurs sont dupes de leur confiance. Nous aurons à examiner plus tard quelle est ou plutôt quelle pourrait être la res-

1. Voyez Trib. civ. de la Seine, 1^{re} ch. 20 février 1896. *Revue des Sociétés*, 1897, p. 172. V. même sens Trib. civ. Seine, 24 juillet 1895. *Gaz. Palais*, 1895. Suppl., 20 et la note.

ponsabilité de ces syndicats ; bornons-nous simplement dans ce chapitre où nous ne nous occupons que de leur fonctionnement à faire observer que tout véritable syndicat (vendeur bien entendu) est en même temps syndicat de garantie, et que le risque en constitue un élément essentiel.

La pratique financière de ces dernières années offre une telle variété dans la constitution de ces syndicats qu'il serait difficile de vouloir les ranger en des catégories bien distinctes. Ce n'est pas impossible cependant, et sans vouloir apporter en une matière aussi compliquée une classification trop aride, nous croyons qu'on peut les grouper en trois catégories : d'abord les syndicats constitués régulièrement, achetant ferme tout ou partie des titres émis, et garantissant à la société le prix des titres que le public lui aura laissé pour compte ; à côté de ces syndicats, il s'en est formé d'autres où nous ne trouvons qu'un risque et une garantie bien atténués, et enfin, en troisième lieu, des syndicats où le risque est tellement diminué, tellement minime qu'on peut dire qu'il n'existe plus du tout.

Il n'y a rien de particulier à dire sur les syndicats de la première catégorie ; dans le deuxième chapitre de cette étude, nous examinerons leur nature juridique ; quant à leur fonctionnement, il est très simple, et nous l'avons déjà expliqué.

Quant aux syndicats de la deuxième et de la troisième catégorie, l'exemple le plus frappant que nous puissions

en donner se trouve dans l'affaire de Panama, et a été très bien exposé par M. Vallée (1), dans son rapport sur les syndicats. Nous lui empruntons les renseignements suivants qui feront comprendre le mécanisme de ces syndicats bien mieux qu'une démonstration abstraite.

Les syndicats qui garantissaient les premières émissions de la Cie de Panama (1882-83-84) étaient bien de véritables syndicats de garantie ; mais en partie seulement, et c'est à ce titre que nous les rangeons dans le deuxième groupe de la classification dont nous parlions tout à l'heure. Les syndicats ne se sont jamais engagés à souscrire toute l'émission ; il n'en prenaient que la tête, c'est-à-dire la partie qui avait le plus de chance d'être souscrite par le public. Ainsi dans l'émission de 1882 qui comprenait 250.000 obligations, le syndicat ne garantissait que les 150.000 premières ; dans l'émission de 1883 (600.000 obligations) les 200.000 premières dans l'émission de 1884 (387.387 obligations) les 150.000 premières. Ces souscriptions étaient consenties moyennant un rabais de 15 à 20 fr. sur le taux de l'émission. Si le public souscrivait l'émission entière, ou même la partie de l'émission garantie par le syndicat, ce dernier n'avait qu'à encaisser la prime convenue ; si au contraire le public ne souscrivait pas jusqu'à concurrence du nombre des obligations garanties par le syndicat, celui-ci était obligé (car il est syndicat de garantie) de rembourser à

1. (*J. O.* 1897. Annexes de la Chambre des Députés. Annexe 2921. Pages 497 et suiv.)

la société la partie des titres laissés par le public. Il est bon de remarquer que cette seconde hypothèse ne s'est jamais réalisée. Le public a toujours absorbé et au-delà les quantités garanties par les syndicats. Mais il n'en est pas moins vrai qu'un risque était couru ; si comme cela peut se présenter au début des grandes entreprises, était survenu un événement imprévu qui fit crouler subitement l'affaire de Panama, les syndicats auraient été obligés de rembourser 150 ou 200.000 obligations, c'est-à-dire 50 à 60 millions. Cette première partie de l'opération répond donc parfaitement à l'idée que nous nous sommes faite des syndicats de garantie, et si on en était resté là, nous n'aurions pas hésité à classer ces syndicats dans le premier groupe.

Mais on n'en restait pas là ; le syndicat, avons-nous dit, ne garantissait qu'une partie de l'émission, les 150 ou 200.000 obligations premières ; seulement la Cie de Panama, après que la part avait été faite au syndicat, s'obligeait à laisser prendre aux membres de ce dernier une certaine quantité de titres dans la portion non garantie, et avec un rabais déterminé ; mais elle n'exigeait en retour de cet avantage aucun engagement de souscription. La Compagnie était obligée de livrer ses titres ou de payer la prime si on la réclamait, tandis que les membres du syndicat avaient la faculté de suivre l'opération ou de l'abandonner. C'est ce qu'on a qualifié du nom un peu énigmatique de « syndicat à options ». Voici en effet, comme l'explique très bien M. Vallée, ce qui se

passait : « L'émission réussissait-elle complètement ou à peu près, les bénéficiaires d'options se déclaraient prêts à prendre les titres qui leur avaient été concédés à un taux de faveur. Ils optaient pour la souscription ; mais comme la Compagnie avait preneurs de ces mêmes titres, elle se débarrassait des porteurs d'options en payant la prime. C'était du reste tout ce qu'ils demandaient. L'émission venait-elle à échouer, on optait pour le second parti, c'est-à-dire qu'on ne prenait rien et la Compagnie restait avec ses obligations non placées ». Il est facile de voir qu'il n'y avait dans cette seconde partie de l'opération qu'une libéralité déguisée, et que le syndicat ne courait absolument aucun risque. Ce système assez ingénieux du reste des syndicats à option ne s'est pas, croyons-nous, manifesté depuis cette époque ; si nous avons choisi l'exemple des syndicats de la Compagnie de Panama, c'est qu'il est vraiment typique, et montre bien comment on peut récompenser le concours d'établissements financiers, moyennant une légère garantie de la part de ceux-ci.

Nous arrivons maintenant au troisième groupe, c'est-à-dire celui où la garantie est si minime, le risque si faible, qu'on peut dire que ni l'un ni l'autre n'existent plus, et qu'alors les parts syndicales ne sont plus qu'un moyen à peine détourné de récompenser des concours. Nous emprunterons encore notre exemple à la Compagnie de Panama qui semble avoir résumé en elle seule toutes les pratiques financières de ces dernières années, et épuisé

tous les moyens d'attirer à soi l'argent du public. Mais, hâtons nous de le dire, cet exemple n'est pas unique, et à l'heure actuelle, il existe sur le marché de la Bourse des syndicats bâtis sur le modèle des fameux syndicats de publicité de la Compagnie de Panama.

Examinons-en brièvement le mécanisme, nous emprunterons encore nos explications au rapport de M. Vallée (1). Après l'insuccès des émissions de 1882-83-84, on fit une nouvelle émission en 1886, (obligations à 450 fr. en moyenne, remboursables à 1.000 fr. en moins de 50 ans, intérêts à 6 0/0). Pour garantir cette émission, des syndicats furent créés, mais bien différents des précédents. On ne demande même plus aux syndicataires de garantir une partie de l'émission, on leur demande simplement de verser une somme insignifiante, 2 fr. 50 par chaque obligation pour les frais d'émission, et à titre d'avance seulement. Ces 2,50 étaient remboursables aussitôt après la souscription du public; et le premier versement effectué par lui. L'avance était donc faite pour quelques mois seulement, et elle donnait droit à une prime de 20, 15, 10 fr. suivant les cas, et qui a été de 400 p. 100 en 1886, de 300 p. 100 en 1887, de 150 p. 100 en mars 1888, de 200 p. 100 en juin de la même année. Quant au risque, il n'aurait été encouru que si la souscription publique avait été insuffisante pour couvrir les frais d'émission, hypothèse bien peu probable, et qui du reste n'a jamais été envisagée ni par les syndicataires, ni par la C^{ie} de

1. (J. O. 1897, Ch. Annexes, *Annexe* 2921, p. 499).

Panama. Comme le dit le rapport de M. Vallée, les syndicats de cette nature ont été créés pour rétribuer des concours, et pour faire des largesses à quelques amis de de la maison. Du reste, nous ne saurions mieux faire à ce sujet que reproduire les motifs d'un arrêt de la Cour de Paris du 19 janvier 1893, à propos de ces syndicats.

« Considérant, dit la Cour, que le syndicat, contrairement à ce qui se pratique toujours en matière d'émissions loyales de titres, n'était qu'un moyen détourné pour se procurer des moyens plus ou moins avouables à l'effet de faire agir sur le public, et appuyer les allégations des directeurs et de leurs auxiliaires ; qu'en effet les syndicataires ne garantissaient la souscription d'aucune partie des titres à émettre ;

Considérant que le syndicat dont il s'agit ne courait aucune chance de perte, car les syndicataires qui devaient être remboursés sur les premiers fonds de l'emprunt avaient toute certitude de rentrer dans leur avance ;

Qu'on peut donc affirmer avec toute assurance qu'un pareil syndicat n'était qu'un syndicat fictif, et un moyen détourné d'assurer à ceux qui faisaient l'émission, des concours mal définis, mais certainement destinés à Paris, comme dans la province, à agir à l'aide de correspondance intéressée sur l'esprit public, et à donner l'appui de leurs affirmations personnelles aux obligations des emprunteurs. »

Nous venons d'examiner successivement trois types différents de syndicats ; loin de nous la pensée d'avoir

voulu faire une classification bien nette, où l'on pourrait ranger, étiqueter les différents syndicats qui ont été formés sur le marché français. Il est bien évident que dans une matière, comme celle qui nous occupe, où les combinaisons financières peuvent varier à l'infini, il serait puéril d'essayer de fixer des règles bien nettes. Nous avons simplement voulu, en prenant des exemples concrets, montrer comment on est arrivé à fausser le mécanisme d'une institution appelée à rendre de grands services, comment, sous le fallacieux prétexte d'une garantie plus ou moins définie, on s'est servi des syndicats d'émission pour récompenser des concours et acheter des neutralités.

Quant à la constitution de ces syndicats d'émission, quels qu'ils soient, elle est occulte; « le directeur du syndicat, bien qu'agissant en réalité dans l'intérêt de tous, se présente comme agissant pour son compte personnel, ou bien les syndicataires achètent et revendent isolément en apparence. Il n'y a d'entente qu'entre eux pour combiner mutuellement leurs efforts, de façon à faire obtenir plus sûrement aux actions ou obligations qu'ils souscrivent la plus-value dont ils espèrent bénéficier (1). »

Nous examinerons du reste plus longuement cette question lorsque nous étudierons la nature juridique des syndicats d'émission.

C'est précisément à cause de cette obscurité dans la-

1. (Dalloz, supp.-V^o *Société*, n^o 1225).

quelle se passent toutes les opérations des syndicats, qu'il est si difficile et même impossible avec la législation actuelle d'atteindre leur reponsabilité.

Nous venons de voir le mécanisme des syndicats ; nous allons examiner maintenant, dans une deuxième section, les procédés dont ils usent pour lancer une valeur sur le marché.

Section II

Nous ferons d'abord dans un premier paragraphe un bref exposé de l'organisation actuelle de la Bourse.

Paragraphe Premier

L'article 76 du Code de commerce réserve aux agents de change seuls le droit de faire des opérations sur les valeurs échangées en Bourse. Les agents de change qui existaient sous l'ancien régime furent supprimés par la loi du 17 mars 1791, qui abolissait tous les monopoles, les maîtrises et les jurandes. Ce régime de liberté ne tarda pas à disparaître en ce qui concerne les agents de change. Le 28 vendémiaire an IV, la Convention nationale rétablissait à Paris 25 agents de change, et cette loi fut complétée par celle du 28 ventôse an IX, et l'arrêté du 27 prairial an X. La loi du 27 ventôse an IX, dispose que dans toutes les villes pourvues d'une bourse, il y aura des agents de change nommés par le gouvernement

et cette même loi interdit formellement et sous peine d'amende à tous individus autres que ceux nommés par le gouvernement, d'exercer les fonctions d'agent de change. Les conditions de la nomination des agents de change sont fixées ainsi que leur nombre par la loi du 28 avril 1816 ; cette loi autorise les agents de change à présenter leurs successeurs, sauf en cas de destitution, et elle a ainsi établi à leur profit une sorte de droit de propriété sur ces charges. Enfin, l'art. 76 du Code de commerce a réglé d'une façon nette et précise la situation du marché de Paris, en ce qui concerne les agents de change. Ce texte, en effet, est ainsi conçu : « Les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commercables, et d'en constater le cours. » Les mots « susceptibles d'être cotés » ont été diversement compris et ont donné lieu à des interprétations différentes. Il faut mettre bien entendu hors de cause les valeurs dont la négociation est interdite, par exemple, les actions des sociétés anonymes ou en commandite non encore libérées du quart, qui ne peuvent en aucun cas être considérées comme susceptibles d'être cotées. Il en est de même des titres de certaines valeurs étrangères qui ne peuvent pas être négociées, parce qu'elles ne remplissent pas les conditions imposées par la loi française. Il ne s'agit que de titres qu'aucune disposition légale n'empêche de porter sur la cote offi-

cielle ; parmi ceux-ci, quels sont ceux susceptibles d'être cotés ?

D'après une opinion (1), les tribunaux devraient se décider, d'après la nature intrinsèque des titres en litige, M. Buchère s'attache plus particulièrement à la notoriété des valeurs, et considère comme susceptibles d'être cotés les effets, qui par leur importance et leur multiplicité seraient destinés à acquérir une grande prépondérance sur le marché financier, en laissant de côté les titres négociables peu connus qui ne prétendent pas à la cote. MM. Lyon-Caen et Renault considèrent, au contraire, comme non susceptibles d'être cotées, les valeurs qui, soit à raison de leur nature intrinsèque, soit à raison d'une prohibition quelconque des lois et règlements, ne peuvent pas être admises à la cote. Nous avons déjà dit que pour ces valeurs, il n'y a pas d'hésitation possible, et que ce n'est jamais à leur propos que les magistrats ont eu à décider s'il y a ou non lieu d'appliquer l'art. 76 du Code de commerce.

Un deuxième système soutenue par MM. Bédarride (2), Mollot (3), Bozérian (4). Vainberg (5). fait rentrer dans la catégorie des valeurs susceptibles d'être cotées, les va-

1. Buchère. *Traité théorique et pratique des opérations de la Bourse*, p. 116. Lyon-Caen et Renault. *Précis de droit commercial*, tome I, n° 1481. M. Boistel, *Précis de droit commercial*, 3^e éd. n° 663, p. 456, note 2.

2. (Bourses de Commerce. N° 204 et 205).

3. (Bourses de Commerce. N° 126 et 392).

4. (La Bourse. 1. 1. N°s 45, 229 et 386).

5. (*Journal des valeurs mobilières*. 1^{re} année. p. 97. et 1).

leurs qui, par leur nature intrinsèque sont, à un instant quelconque, aptes à être portées sur la cote de la Bourse, quoiqu'en fait, elles n'y aient point encore été portées. Ce système assez logique, et en tout cas le plus conforme au texte de l'art. 76 a été admis par plusieurs arrêts (1).

La cour de cassation a consacré une quatrième solution qui est aujourd'hui presque universellement acceptée (2). L'expression « susceptibles d'être cotées, » ne s'adresse qu'aux valeurs qui ont été jugées par la chambre syndicale des agents de change aptes à être portées sur la cote officielle de la Bourse. Comme le fait observer M. Crépon, sur le rapport duquel furent rendues les arrêts de 1885 et 1886 « le juge, c'est la chambre syndicale des agents de change chargée de la cote, maîtresse de la cote; le jugement, c'est l'inscription même à la cote; tant que ce jugement n'est pas rendu, l'effet n'a pas rempli la condition imposée pour son assimilation avec l'effet public, et n'a pas encore paru susceptible d'être coté, et partant, il ne rentre pas dans le monopole des agents de change » (3).

Les valeurs cotées rentrent donc dans le monopole exclusif des agents de change; ceux-ci depuis la loi de 1885 sont aussi chargés de faire toutes les opérations à terme;

1. Paris, 30 mai, 11 juillet et 2 août 1851. D. P. 52. 2. 92 et 93; 13 novembre 1882, D. P. 83. 2. 87; Toulouse 6 juin 1883. D. P. 1885. 2. 75).

2. Cass. 1^{er} juillet 1885. D. P. 85. 1. 393 et 9 mars 1886. D. P. 86. 1. 266.

3. Crépon. De la négociation des effets publics et autres. N° 80.

ils en sont responsables, et leur cautionnement est affecté à cette responsabilité.

On voit que la loi s'est montrée aussi prévoyante que possible au sujet de la négociation en Bourse des valeurs et des garanties à donner au public. Ajoutons encore le règlement d'administration publique de 1890, intervenu en exécution de la loi de 1885. Ce règlement est rempli de prescriptions très sévères imposées aux agents de change. Tout y est prévu : la diversité de leurs opérations l'interdiction d'opérer pour leur propre compte, la responsabilité vis-à-vis du public, etc. Il n'est donc pas admissible que le législateur qui prenait toutes ces précautions vis-à-vis des agents de change, ait eu la pensée d'accorder une liberté absolue à d'autres intermédiaires opérant à côté d'eux.

Et cependant, il a existé de tout temps une classe nombreuse de personnes qui, malgré la prohibition édictée par la loi, se livrent à des négociations sur les effets publics, et qui se charge plus spécialement de la négociation des valeurs non cotées. Nous voulons parler des coulissiers.

Ce serait sortir du cadre de cette étude qu'examiner en détail l'organisation de la coulisse et du parquet. Nous voulons simplement donner un aperçu général de la Bourse actuelle, afin d'apporter un peu plus de clarté dans les explications qui vont suivre.

Il est bien certain que toute opération faite par l'in-

termédiaire de coulissiers sur des valeurs cotées est nulle, et d'une nullité absolue (1).

Et non seulement cette négociation est nulle, mais elle est délictueuse. Aux termes de la loi de ventôse an IX art. 8, le coulissier qui sert d'intermédiaire à la négociation de valeurs cotées, est passible de peines correctionnelles. La coulisse ne pouvant opérer sur les valeurs cotées avait encore la faculté de se rabattre sur la négociation des valeurs non admises à la cote officielle.

Mais, peu à peu, elle a étendu ses opérations, et aujourd'hui une partie du marché sur les rentes françaises est tombée dans ses mains. Les agents de change font sur le marché de Paris 30 milliards d'affaires, tandis que la coulisse en fait 77 milliards. Et cela ne peut pas être autrement; les agents de change ne peuvent pas lutter contre les coulissiers, parce qu'ils ont leurs mouvements, leur liberté d'allures paralysés par les lois et règlements que le législateur a édictés pour donner des garanties au public. En raison même du grand nombre d'opérations effectuées par les coulissiers, ceux-ci offrent bien des avantages au public; sur la rente française le courtage officiel est de 40 fr. à terme pour 3.000 fr. de rentes, alors que sur le marché libre on paie 12 fr. 50 et 23 fr. La liquidation a lieu au parquet tous les quinze jours;

1. (Jurisprudence constante : Cass. 28 février 1881. D. P. 81. 1. 97; Cass. 29 mai 1883. D. P. 83. 1. 418; Cass. 22 avril, 1885. D. P. 85. 1. 273; Cass. 9 mars 1886; D. P. 86. 1. 266 Paris, 2 juin 1881. D. P. 83. 2. 81, etc.)

tandis que la liquidation des affaires traitées par les coulis-
siers est faite mensuellement, soit au syndicat de la
coulisse des rentes, soit au syndicat des valeurs en ban-
que, c'est-à-dire des valeurs non cotées. Ce sont là des
avantages sérieux, et si l'on ajoute à cela que les coulis-
siers eux-mêmes se sont astreints à certaines règles pro-
fessionnelles, inscription à la feuille, interdiction aux
membres du syndicat de la coulisse des valeurs de faire
aucune introduction de valeurs en leur nom, on comprend
très bien que le public, en face de ces avantages et de
ces garanties, se soit adressé à la coulisse de préférence
au parquet.

A côté de ces deux organes du marché de Paris, il en
existe en réalité un troisième dont l'importance s'est ac-
crue d'une façon notable en ces dernières années : nous
voulons parler des grandes sociétés de crédit. Elles se li-
vrent pour le compte de leurs clients, à un certain nom-
bre d'opérations (mutations de valeurs, avances sur va-
leurs). Chaque jour notamment, elles font ce que l'on
appelle des « applications » ; un certain nombre de leurs
clients leur donne l'ordre d'acheter une certaine valeur,
et d'autres de leurs clients leur donnent l'ordre de ven-
dre la même valeur ; elles opèrent elles-mêmes cet achat
et cette vente sans recourir à aucun intermédiaire, soit
officiel, soit libre. De même ces sociétés de crédit font
des avances sur titres qui équivalent à des reports, et qui
sont dénommés comme tels dans le public, quoiqu'ils
n'aient pas exactement ce caractère, puisqu'ils n'ont pas

la garantie d'un agent de change ; mais la solvabilité bien connue de la maison de crédit qui fait l'opération, en tient lieu.

On voit par ce rapide aperçu combien l'organisation actuelle du marché de Paris est illégale. A côté des agents de change dont le monopole est consacré de la façon la plus formelle par l'art. 76 du code de commerce, s'est constituée toute une catégorie d'intermédiaires qui a vite pris une place prépondérante, grâce aux avantages qu'elle offrait au public. On peut concevoir un marché ayant pour bases : un contrôle, une organisation réglementée, un nombre d'agents institués par le gouvernement, une solidarité entre ces agents offrant toute garantie aux tiers, des responsabilités nettement définies, et surtout au point de vue de l'authenticité des cours, l'interdiction aux agents d'effectuer des opérations pour leur propre compte. En regard de ce système, on peut en concevoir un autre, fondé sur la liberté laissée à des tiers de faire pour le compte de n'importe qui des opérations, et de faire eux-mêmes la contre-partie des offres ou des ventes qui leur seraient apportées.

Ces deux systèmes peuvent se défendre, mais actuellement, nous sommes dans un état où ces deux systèmes non seulement co-existent, mais sont aux prises. Le seul principe légal existant, c'est l'art. 76 du Code de commerce qui a constitué le monopole des agents de change pour la négociation des valeurs cotées. En fait cependant les mêmes opérations sont faites par la coulisse.

Nous croyons qu'il y a là une sérieuse réforme à faire ; sans doute il faut reconnaître que les règlements actuels des agents de change n'ont peut-être pas tenu un compte exact des besoins du marché, et des facilités qu'il convenait de lui offrir. Mais il est juste de dire aussi que ces règlements ont du bon, que, grâce à leur sévérité, grâce au caractère officiel et à la grande honorabilité des membres qui font partie de la corporation des agents de change, les scandales financiers sont moins à redouter que dans le monde de la coulisse où ces garanties sont moindres.

Enfin, et surtout il est inadmissible de voir les coulissiers faire chaque jour des opérations considérables, et qui sont entachées d'une illégalité absolue. Si, comme nous l'avons dit, il y a dans la coulisse, de bonnes et honnêtes maisons, il s'y trouve aussi des gens sans scrupule. Ces derniers sont un danger public et, quant aux coulissiers sérieux, comprend-on une situation qui les place chaque jour sous le coup de poursuites correctionnelles, et qui suspend sur chacune de leurs opérations la sanction de la nullité, édictée par l'art. 76 du Code de commerce. Donc, à tous égards, une réglementation s'impose.

Du reste, la situation du parquet et de la coulisse a attiré, à diverses reprises, l'attention du gouvernement.

Tantôt, on a demandé la suppression de la coulisse, tantôt son maintien, tantôt la réorganisation du marché officiel.

Tout dernièrement encore, deux sénateurs, MM. Boulanger et Trarieux ont pris l'initiative d'un projet de loi qui est en ce moment soumis à l'examen d'une commission spéciale (1). Sans vouloir entrer ici dans l'étude approfondie de ce projet de loi, bornons-nous à en indiquer les grandes lignes : 1° il supprime les agents de change et il prend la coulisse pour base de la réorganisation du marché ; 2° il laisse libre l'accès de la profession de courtier, en nombre illimité, à tous ceux qui remplissent les conditions prescrites ; 3° il édicte pour le marché ainsi réorganisé des prescriptions qu'il présente comme de nature à garantir la sécurité de la clientèle et le crédit public (2).

Nous ne croyons pas que ce soit de ce côté qu'il faille chercher le remède à la situation anormale du marché financier. La proposition de MM. Boulanger et Trarieux est beaucoup moins libérale qu'elle n'en a l'air. Comme le dit M. Louis Lacombe (*op. cit.*) « si, d'après le projet l'entrée de la corporation est nominalelement libre elle est assujettie à des éventualités qui peuvent la rendre aussi difficile que celle du marché officiel. Cette corporation ne peut subsister que si elle jouit d'un privilège et d'un monopole plus exclusif encore que celui du régime actuel, car pour éviter la dualité du marché, il devra s'é-

1. Documents parlementaires, prop. de loi. N° 169 ; rapport sommaire de M. Pauliat. N° 229 ; session ord. de 1897.

2. Voy. *Revue politique et parlementaire*. N° du 10 novembre 1897, un article de M. Louis Lacombe, député, sur le marché financier de Paris et les projets de réorganisation.

tendre même aux valeurs abandonnées aujourd'hui au courtage libre. Dans tous les cas, la corporation sera concurrencée ; avant peu de temps, elle risquera même d'être désertée par suite de la constitution d'une nouvelle coulisse libre ou marronne, à moins que l'on ne prenne vis-à-vis de celle-ci les mesures énergiques que l'on a refusé au parquet de prendre vis-à-vis de la coulisse actuelle. Au fond, l'on n'arrivera qu'à un changement de personnes ; les mêmes hésitations qu'aujourd'hui se reproduiront et entraîneront les mêmes résultats. Une seule chose sera certainement changée, mais non dans un sens avantageux, loin de là : la sécurité du marché financier aura diminué dans de larges proportions ; les crises dont on ne peut pas prévoir l'heure avec précision, mais dont on doit toujours redouter l'éventualité seront sans doute plus fréquentes, mais à coup sûr plus intenses et plus redoutables ». La véritable solution, à notre avis, de ce problème si difficile, serait dans l'extension du marché officiel et sa réglementation de façon à satisfaire les besoins du public tout en maintenant les garanties offertes par ce même marché. Loin de nous la pensée de demander la suppression de la coulisse ; son maintien est nécessaire, mais à condition qu'elle ne puisse pas empiéter sur les opérations du parquet.

C'est en partant de ce point de vue que le gouvernement secondé ou plutôt précédé par l'initiative parlementaire, vient enfin de se décider à proposer la réorganisation du marché financier.

Lors de la discussion du budget de 1897, un député, qui s'est fait une spécialité des questions financières, et dont nous aurons encore à citer le nom au cours de cette étude, M. Fleury-Ravarin, avait déposé un amendement à la loi de finances, tendant à rendre obligatoire la production d'un bordereau d'agent de change, pour toute opération sur valeurs cotées. Cet amendement était ainsi conçu : « L'art. 29 de la loi du 28 avril 1893 est remplacé par la disposition suivante : Qui-conque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement ; s'il s'agit de valeurs admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agents de change, ou faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, et s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle, acquitter personnellement le montant des droits ». Cet amendement, adopté par le gouvernement, fut voté dans la séance du 8 mars par 316 voix, contre 124. Mais, dans la pensée du gouvernement, il y avait là plus qu'un procédé pour percevoir l'impôt sur les opérations de bourse, il y avait aussi une porte ouverte pour la réorganisation du marché financier.

Le Sénat a adopté l'amendement qui a été incorporé dans la loi de finances de 1897.

Le rapporteur, M. Morel, s'expliquait comme suit sur les conséquences de l'application cet article.

« Il nous reste à envisager la situation au lendemain du vote de la loi. Il sera entendu que, à partir du 1^{er} juillet, le bordereau sera obligatoire pour la négociation de toutes les valeurs cotées, qui désormais devront passer par l'intermédiaire des agents de change. La coulisse aura donc trois mois pour terminer les opérations commencées par elles ; il nous reste à voir quelle sera sa situation.

La coulisse se divise en deux parties, la coulisse des rentes et la coulisse des valeurs.

L'utilité de la coulisse des rentes est reconnue par tout le monde pour donner plus d'étendue et d'élasticité au marché de nos rentes qui est le régulateur des autres valeurs ; mais devra-t-elle disparaître à la suite du vote de l'article 31 ? Evidemment non ; elle continuera ses opérations, seulement, au lieu d'avoir à les inscrire simplement sur un répertoire, elle sera obligée de demander des bordereaux aux agents de change, bordereaux gratuits, mais qui permettront au fisc de suivre désormais toutes les opérations, et éviteront les fraudes qui peuvent se produire avec le répertoire.

Nous sommes convaincus que cette modification aura un heureux effet sur le rendement de l'impôt sur les opérations de Bourse.

Quant à la coulisse des valeurs, nous devons faire d'abord observer que le développement qu'elle a pris résulte d'une simple tolérance en opposition formelle avec la loi, en ce qui touche les valeurs cotées. Pour les valeurs non

cotées, elle continuera comme par le passé, à faire toute les opérations qu'elle fait aujourd'hui ; pour les valeurs cotées, elle rentrera dans la légalité en devenant ce qu'elle aurait toujours dû être, c'est-à-dire la cliente du parquet, en quelque sorte le remisier procurant des affaires aux agents de change et recevant pour cela une juste rémunération, et elle aura trois mois pour liquider les situations antérieurement prises ».

Les modifications votées par le Sénat sont les suivantes : la Chambre avait soumis les opérations des agents de change au contrôle de la Cour des Comptes, et voté la solidarité des membres de la C^{ie} des agents de change. Le Sénat a repoussé la première de ces dispositions et il a été convenu que la deuxième, c'est-à-dire la solidarité ferait l'objet d'un des articles du règlement d'administration publique, que le ministre des finances s'est engagé à élaborer, dans un délai de trois mois à partir de la promulgation de la loi de finances, afin de procéder à la réorganisation du marché financier.

Sans vouloir préjuger en rien des différentes mesures que croira devoir prendre le ministre des finances à cet égard, nous croyons bon de rappeler simplement les déclarations de M. Cochery devant la commission du Budget. Voici l'indication des réformes qu'il compte réaliser : Augmentation du nombre des agents de change, qui serait porté de 60 à 75 ou 80, d'où une première possibilité d'entente avec la coulisse par l'accession de certains de ses membres au parquet ; groupement nou-

veau des agents de change par spécialité ; il y aurait notamment un groupe des valeurs étrangères, ce qui faciliterait les arbitrages ; rabaissement du taux des courtages ; réduction des délais de livraison ; constitution d'un comité de contrôle des valeurs étrangères.

Il serait trop long d'étudier en détail ces différentes réformes : bornons-nous à constater le louable effort tenté par le gouvernement et dans la bonne voie, suivant, nous pour ramener un peu d'ordre et de légalité là où le besoin s'en faisait depuis si longtemps sentir.

Nous venons de voir comment dans ses grandes lignes fonctionne la Bourse moderne. Il est temps, maintenant de revenir au sujet spécial de cette étude. En face d'un marché ainsi organisé, que va faire le syndicat chargé d'écouler les titres qu'il a en sa possession ? C'est ce que nous allons examiner dans un deuxième paragraphe.

Paragraphe II

Les syndicats dont nous nous occupons effectuent leurs opérations aussi bien sur des valeurs étrangères que sur des valeurs françaises. Comme les premières sont l'objet d'une réglementation spéciale sur le marché français, il est bon d'en dire quelques mots tout d'abord. Les valeurs étrangères furent longtemps exclues du bulletin officiel des cours de la Bourse. Aux termes d'un arrêt du conseil du 7 août 1785, il était défendu aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets

royaux et le cours du change. Sous la Restauration l'ordonnance royale du 15 novembre 1823 permit de coter dans le cours authentique de la Bourse les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers, mais sans que cette autorisation générale impliquât aucune approbation de ces emprunts, ni aucune garantie de la part de l'Etat. Néanmoins, c'était un premier pas de fait, et les concessions dans cette voie ne firent qu'augmenter, comme cela résulte de la loi de finances du 23 juin 1857, et du décret du 22 mai 1858. D'après l'art. 6 de ce décret, il était interdit à tout agent de change de prêter son ministère à la négociation des valeurs des compagnies étrangères de chemins de fer, avant qu'elles eussent été admises à la cote officielle par la chambre syndicale des agents de change. Citons enfin le décret du 8 février 1880 qui réglemente la matière. Ce décret permet aujourd'hui la négociation à la Bourse de toutes les valeurs étrangères, en autorisant les chambres syndicales des agents de change à accorder, refuser, suspendre ou interdire ces négociations à leurs bourses respectives. D'après l'article 4 de ce décret, les actions admises à la cote ne pouvaient être de moins de 100 fr. lorsque le capital des entreprises n'excédait pas 200.000 fr. ni de moins de 500 fr. si le capital était supérieur à 200.000 fr. (1). Elles doivent être libérées jusqu'à concurrence d'un

1. Cette disposition a été modifiée par un décret du premier décembre 1893 ainsi conçu : les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 fr. lorsque le capital des entreprises n'excède plus 200.000 fr. ni du moins de 100 fr. si le capital est supérieur à 200.000 fr.

quart. Le ministre des finances peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère.

A part ces différences, les valeurs étrangères sont traitées sur le même pied que les valeurs françaises. Ainsi la loi du 29 juin 1872, en frappant d'un impôt de 3 pour 100 le revenu des valeurs françaises, a, dans son article 4, soumis à une taxe équivalente les actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, ainsi que de tout autre établissement public étranger.

Aux termes du second alinéa du même article, les titres étrangers ne pourront être cotés, négociés, exposés en vente, ou émis en France qu'en se soumettant à l'acquittement de la taxe, ainsi que des droits de timbre et de transmission. Pour la taxe sur le revenu des valeurs mobilières, comme pour le droit d'enregistrement, dit de transmission, et le droit proportionnel de timbre, la pensée dominante dans l'esprit du législateur a été comme cela ressort expressément du texte de l'art. 4 de la loi du 29 juin 1872, de soumettre les valeurs étrangères à des droits équivalents à ceux auxquels sont assujetties les valeurs françaises, d'établir une complète égalité fiscale entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères (1).

Examinons maintenant la façon dont on va procéder

1. Voyez Dalloz. Supp. v¹³ Enregistrement N° 1498. Timbre N° 1780.

pour lancer ces valeurs (françaises ou étrangères) sur le marché.

Dans les affaires financières, plus peut-être que partout ailleurs, la presse joue un rôle considérable. Avec la liberté presque sans limites dont jouissent les journaux à l'heure actuelle, l'influence énorme qu'ils ont sur la grosse masse du public, il était à prévoir que ce serait là un puissant instrument entre les mains des lanceurs d'affaires,

La publicité financière prend deux formes : l'annonce et la réclame.

L'annonce, c'est l'avis donné en grandes lettres dans la quatrième page du journal que telle affaire va naître, que telle vente aura lieu. Mais il n'y a là le plus souvent que l'énonciation d'un fait, d'une date, d'un chiffre, sans commentaires. La réclame est tout autre chose ; elle comporte bien l'énonciation d'un fait, mais accompagnée d'un éloge, tantôt bruyant, tantôt dissimulé et discret, mais propre dans les deux cas à éveiller l'attention du public.

L'usage de l'annonce n'a jamais été critiqué, c'est le mur aux affiches, le journal loue tout ou partie de son mur, l'intéressé s'adresse au public ; rien de plus légitime. Il n'en est pas de même de la réclame ou publicité financière proprement dite. Dans la presse politique, elle occupait jadis la dernière place. Un simple tableau au bas de la quatrième page, indiquait le cours de la Bourse. Aujourd'hui, à part les journaux financiers spéciaux (l'Annuaire de la presse nous apprend qu'il en existe ac-

tuellement 197), chaque journal a donné accès dans ses colonnes aux affaires commerciales et financières. La politique lui offrant des ressources insuffisantes, il a dû demander à la spéculation, à la finance de le soutenir. L'influence du journal au point de vue financier, est une valeur absolument commerciale, une marchandise courante. Chacun sait que sur le marché, sur la place, le concours de tel journal vaut tant, à cause de son grand tirage, de l'appui qu'il reçoit de la haute banque, ou de telle grande personnalité. Pour les gens du métier, il y a une cote officielle de la presse qui comporte très peu d'écarts.

Si une grosse entreprise se prépare, les sociétés financières et les maisons de banque qui forment le syndicat d'émission, commencent par voter un budget de la presse. D'après la somme versée, l'article est tantôt bienveillant, tantôt élogieux; en un mot, l'affaire est recommandée au public sous les formes les plus variées. La dîme ainsi prélevée sur le marché public, représente des sommes considérables, (lorsqu'en mars 1888, l'assurance financière mit en souscription au prix de 250 fr., l'un 100.000 bons d'épargne, le traité passé entre M. Boulan et M. Xau, publiciste, fixait à 2.850.000 fr. soit 28 fr. 50 par titre ou 11,40 0/0 les frais de publicité dans les journaux de Paris et des départements); et les plus puissantes sociétés de crédit, la ville de Paris elle-même, ont recours aux agents de publicité pour leurs émissions.

« Il serait très utile qu'on dressât le compte de toutes les

sommes qui ont été allouées à la presse dans l'affaire de Panama, dit l'Economiste français du 20 juin 1891. Autant qu'on en peut juger, c'est à un bon nombre de dizaines de millions de francs que montent ces allocations; jamais on n'a vu un système aussi complet et aussi persévérant de corruption de tous les organes d'un grand pays ».

L'écueil le plus dangereux de cette publicité, c'est que le public ne peut en rien discerner le vrai du faux; comment reconnaître l'approbation sincère et l'éloge suggéré? Celui qui a l'habitude de lire un journal, s'identifie avec lui; il le considère comme un guide, et ne distingue pas entre les conseils politiques et les conseils financiers; il les accepte tous. C'est là ce qui fait la force de la presse, mais ce qui engage aussi sa responsabilité, et il faut bien avouer qu'elle a rendu plus faciles et plus terribles quelques grands désastres financiers.

Quel remède apporter à une situation aussi fausse pour l'épargne publique? Lorsque nous aurons à examiner la question du « prospectus », il nous faudra revenir sur cette question.

Bornons-nous simplement à émettre le vœu que si les journaux ne peuvent pas contrôler les annonces qu'on leur apporte, ils doivent être tenus pour responsables des articles de rédaction qu'ils insèrent, et qui leur sont payés à un tout autre tarif.

Ce n'est pas assez de faire luire aux yeux du public par la voie de la presse, des avantages considérables, et des espérances de gain disproportionnées; afin d'aug-

menter la confiance, on fait entrer dans les conseils d'administration des hommes qui ne se recommandent ni par leur compétence, ni par leur travail, mais seulement par le prestige d'un titre nobiliaire ou d'une réputation politique. Loin de nous, la pensée de vouloir condamner en bloc les entreprises financières ; il s'en est formé, il s'en forme encore chaque jour qui n'ont pas recours à ces moyens, et n'en arrivent pas moins à une grande prospérité ; nous voulons simplement indiquer quelques-uns des procédés dont se sont servis (trop souvent, hélas !) certains financiers peu scrupuleux. Il faut bien avouer que dans ces dernières années les pratiques dont nous venons de parler, n'ont été que trop employées, et justifient un peu ce qu'écrivait en 1879, M. Leroy-Beaulieu : « Sénateurs et députés de droite, de gauche, du centre, disait l'éminent économiste, se jettent sur les sociétés financières comme sur une proie ; le titre d'ancien ministre vaut une place de président du conseil d'administration ; le commun des députés et des sénateurs devient simplement administrateur. Ils sont bien deux ou trois cents dans ce cas, cherchant à se tailler quelque sinécure, assez maigre par les profits directs qu'elle donne, mais que l'on espère devoir être plus productive par les profits indirects, émissions à primes, participations dans les syndicats ».

Cette virulente apostrophe est peut-être exagérée ; mais il faut, cependant, reconnaître qu'il est regrettable de voir quelques hommes politiques, ou appartenant à

de grandes familles, accepter ou solliciter une participation dans des opérations financières, pour toucher des jetons de présence, et recueillir les menus profits que leur abandonnent les vrais chefs de l'affaire.

Voilà donc ce qu'on pourrait appeler le côté moral de l'émission : agir le plus fortement possible sur l'esprit public. Examinons-en maintenant le côté matériel, c'est-à-dire l'introduction de la valeur sur le marché par la voie du parquet ou de la coulisse.

Le syndicat qui veut lancer une affaire, est-il constitué d'une façon sérieuse ? La valeur présente-t-elle toutes les garanties d'un bon placement pour l'épargne ? On demandera l'admission de la valeur à la cote. C'est à la chambre syndicale, des agents de change qu'est dévolu le droit d'admettre une valeur à la cote officielle.

« La chambre syndicale, dit l'article 155 du règlement du 9 mai 1870, a tout pouvoir, sous l'autorité du ministre des finances, pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'Etat français, à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme. Elle se fait remettre à cet effet toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaire ». Et l'art. 156 ajoute : « Lorsqu'il est reconnu par la chambre syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant ou à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote ».

Les mots « sous l'autorité du ministre des finances », doi-

vent être entendus en ce sens que l'ordonnance du 11 juin 1816 et le décret du 2 juillet 1862 ayant conservé la Bourse de Paris dans les attributions du ministre des finances, la chambre syndicale agit bien sous l'autorité de ce dernier mais sous sa responsabilité à elle seule. Ces mots n'impliquent en rien une garantie quelconque de la part de l'Etat.

La Chambre syndicale, suivant la formule consacrée, est donc « maîtresse de la cote ». C'est à elle que la nouvelle société devra s'adresser pour demander l'admission de ses valeurs à la cote ; la chambre syndicale se fera produire tous actes de société, statuts, cahiers des charges, documents, etc., propres à établir le caractère sérieux de la valeur proposée, et si celle-ci lui paraît digne de figurer à la cote, elle l'admettra en vertu du pouvoir souverain dont elle dispose en cette matière (1).

Ses décisions sont souveraines et elle n'en doit compte à personne. Il ne faut pas cependant exagérer. Le public qui a pleine et entière confiance dans la chambre syndicale, pour lequel en somme ont été instituées toutes les garanties imposées à la corporation des agents de change le public, disons-nous, a le droit de demander réparation

1. Pour les titres d'emprunts, émis par les gouvernements étrangers, la chambre syndicale ne peut en prononcer l'admission qu'après autorisation du ministre des finances. Pour les actions des sociétés étrangères, la chambre syndicale est tenue de procéder à diverses vérifications ; en outre, elles ne doivent pas être d'un chiffre nominal supérieur à celui imposé par la loi aux titres des sociétés anonymes.

à la chambre syndicale du préjudice qu'ont pu lui causer ses fautes et ses abus de pouvoir.

Lorsqu'une valeur a été admise à la cote, le public est autorisé à supposer qu'elle a été émise par une société ayant une existence sérieuse, et fonctionnant régulièrement. Par suite, la chambre syndicale pourrait être déclarée responsable de la cote officielle si elle y laissait porter des titres sans valeur, des actions émises par des sociétés créées uniquement pour le jeu et l'agiotage, ou par des sociétés irrégulièrement constituées. Il est incontestable que l'admission à la cote ne garantit pas à l'acheteur qu'il fera une bonne opération, un placement avantageux. Mais, la chambre syndicale, en admettant à la cote affirme que ces titres sont sérieux, que les lois ont été observées, en un mot que la valeur se présente dans les conditions ordinaires de loyauté et de sincérité commerciale. M. Mollot, dans son *Traité des Bourses de commerce* s'exprime ainsi : « Il est à remarquer que la chambre syndicale, bien que chargée par la loi de constater le cours des effets, n'en garantit pas la valeur. Elle n'a point à en examiner le mérite, ni quant à la forme, ni quant à la solvabilité des débiteurs. La valeur des effets peut varier à l'infini, sans que jamais elle en soit responsable ; c'est à ceux qui opèrent à en reconnaître la nature et la solidité. Ils les achètent à leurs risques et périls ». Il y aurait bien des réserves à faire sur cette doctrine trop absolue ; mais pour résumer les explications que nous venons de donner, concluons que la cham-

bre syndicale engage sa responsabilité quand elle admet à la cote officielle les actions d'une société dont elle a pu vérifier la constitution irrégulière (1).

Mais en ce qui concerne la valeur intrinsèque des titres, les chances de succès de l'entreprise, la direction des affaires, il est vrai de dire que l'admission à la cote n'offre aucune garantie particulière, elle n'empêche rien.

Nous voyons donc que si la société qui veut lancer ses titres sur le marché est régulièrement constituée, si l'affaire est sérieuse, les émetteurs de titres, le syndicat d'émission auront tout intérêt à s'adresser à la chambre syndicale ; celle-ci, après examen, prononcera l'admission à la cote, et la valeur une fois admise, bénéficiant du caractère sérieux et probe attaché à toute valeur cotée, aura les plus grandes chances de s'écouler facilement dans le public. Mais, une autre hypothèse peut se présenter : la chambre syndicale pour une raison ou pour une autre, refuse l'admission à la cote, elle ne juge peut être pas la valeur assez sérieuse ; elle obéit peut-être à des considérations d'un ordre moins élevé ; dans tous les cas, elle refuse d'admission. Sera-t-elle responsable des conséquences que peut avoir ce refus pour la société ? Il semble bien, d'après les principes que nous avons expo-

1. Pour plus de détails sur cette question. Voy. Crépon, *De la négociation des effets publics et autres*, p. 339. Buchère, n° 26. Dalloz supp. V° *Bourse de Commerce*, nos 230 et s. Paris, 24 juillet 1875. Gaz. Trib., 1^{er} août 1875. Cass., 4 décembre 1877. D. P. 78. 1. 251. Cass., 4 déc. 1877. D. P. 78. 1. 249. Cass., 5 mai 1886. R. S. 86. 450. Amiens, 11 juillet 1887. R. S. 1888. 88.

sés, qu'il n'y a là rien qui puisse engager la responsabilité. L'art. 155 du règlement du 24 juillet 1870 est absolument formel. La chambre syndicale a tout pouvoir pour refuser la négociation d'une valeur,

En Belgique, il a été décidé que la commission officieuse de la Bourse, chargée de statuer sur l'admission à la cote était parfaitement libre de refuser ou d'accepter les valeurs qui lui étaient présentées ; qu'un refus de sa part ne constituait pas une faute autorisant contre elle une action en justice (1).

Seulement, en pratique, voici ce qui se fait : La chambre syndicale, sollicitée d'accorder l'admission à la cote, fait connaître au ministre des finances l'importance des transactions auxquelles les effets ont pu donner lieu. Si le ministre croit devoir ordonner la cote, elle obéit. Toutefois elle classe les effets dans la partie non officielle du bulletin, ce qui indique suffisamment au public la mesure du crédit qu'il doit y attacher.

Nous arrivons maintenant à la seconde hypothèse : l'introduction de la valeur sur le marché au moyen de la coulisse. La chambre syndicale des agents de change a refusé l'admission à la cote ; ou bien le syndicat chargé d'émettre le titre, n'a qu'une confiance très limitée dans sa valeur intrinsèque ; les garanties offertes au public, sans être tout à fait illusoires, n'ont aucune chance d'être considérées comme suffisantes par la chambre

1. Bruxelles, 8 août 1882. Aff. Société. Cité Sainctelette, C. Commission de la Bourse et de la ville de Bruxelles. Pasirisei belge, 1883. 2. 23.

syndicale. Alors, il est de toute nécessité de s'adresser au marché libre. De ce côté, rien de plus simple ; aucune formalité n'est nécessaire pour introduire une valeur sur le marché en banque. Mais il ne s'en suit pas de là qu'il n'existe pour le public aucune espèce de garantie ; la coulisse des valeurs a essayé de réagir contre cet excès de liberté, qui permet à des coulissiers peu scrupuleux de lancer sur le marché des titres sans aucune valeur, grâce à des manœuvres de publicité. Elle a interdit à ses membres de faire aucune introduction de valeurs en leur nom et ne reconnaît que les opérations faites sur valeurs inscrites à la feuille. La feuille est à la coulisse ce que la cote est au parquet, mais bien entendu elle est dépourvue de tout caractère officiel ; les coulissiers inscrits à la feuille sont constitués en syndicat, obéissent à certaines règles professionnelles, et leurs opérations présentent un caractère réel de régularité ; ils ont même des journaux constatant le cours des valeurs négociées en coulisse, le cours de la Bourse et de la Banque, connu sous le nom de cote Desfossés et la cote de la Bourse et de la Banque. Il faut bien qu'il en soit ainsi ; si le marché libre était exclusivement le refuge des mauvaises valeurs, ce serait vite fait de son existence

Le champ d'actions de la coulisse est du reste très vaste ; elle peut valablement négocier tous les titres français ou étranger dont l'admission à la cote n'a pas été demandée ou a été refusée par la chambre syndicale. Il se peut qu'une telle valeur soit excellente ; comme le dit M. Eug. Léon

dans son étude sur la coulisse « le jugement de la chambre syndicale n'est pas infallible, bien des valeurs qu'elle a repoussées, présentaient un placement avantageux pour le public ; bien des titres qu'elle a admis ont causé la perte de capitaux français ». Un grand nombre d'affaires très sérieuses a été effectué par les maisons de coulisse et si la valeur est réellement bonne les émetteurs de titres trouveront dans le marché libre des garanties peut être moins fortes qu'au parquet, mais ils y trouveront aussi des avantages notables, et pour leurs opérations une élasticité que n'offre pas le marché officiel.

Mais précisément à cause de la grande liberté qui règne dans la coulisse, il s'y trouve une confusion absolue entre les bonnes et les mauvaises valeurs ; là est l'écueil pour le public. Il serait trop long de rappeler ici les désastres financiers qui ont eu leur origine dans le marché libre ; bornons-nous simplement à indiquer les moyens employés pour émettre et surtout faire réussir auprès du public une valeur sans consistance. Les banquiers, les syndicaux, (puisque nous sommes en matière de syndicats d'émission) qui sont chargés de placer un titre, s'adressent à une maison de coulisse ; il peut se faire, et cela a lieu le plus souvent, comme nous l'avons dit plus haut, que cette maison fait elle-même partie du syndicat d'émission.

On se livre pendant quelques jours à une réclame dans un certain nombre de journaux financiers ; puis la valeur est offerte sur le marché ; quelques négociations ont lieu,

et suffisent à déterminer un mouvement soutenu de hausse entretenu par des achats discrets, et soutenu au moyen de reports auxquels les grandes sociétés de crédit intéressées à l'affaire emploient les fonds des dépôts dont elles disposent. La valeur ainsi soutenue, atteint aussitôt un cours assez élevé ; les pères de famille, en quête d'un placement avantageux, commencent à acheter ; ils y sont d'autant plus encouragés que les spéculateurs de second ordre se sont mis dans le mouvement et l'exagèrent encore. C'est le moment attendu par le syndicat ; il a conservé pour lui une grande partie des titres et il s'empresse de les vendre dans les hauts cours. Une fois que tout a été écoulé dans le public, les émetteurs primitifs abandonnent à eux-mêmes ces titres qu'ils soutenaient par la spéculation, et la valeur retombe au prix réel qu'elle doit avoir (1).

Cette manœuvre, connue dans la pratique sous le nom de « Syndicat de résistance », n'est cependant pas aussi irrégulière qu'elle le semble au premier abord ; nul ne songe à reprocher aux fondateurs d'une société de se garantir contre les risques d'une absence de souscriptions ; de même une société a le droit de défendre ses titres en recourant à un syndicat de résistance.

Du reste, un syndicat de cette nature est toujours connu

1. En Angleterre, dans ces dernières années on a constitué des sociétés spéciales, *des shares trust companies*, qui emploient le capital qu'elles se sont procuré à titre d'actions ou d'obligations, à pousser sur le Stock Exchange certaines catégories de valeurs.

du public. « L'existence d'un tel syndicat (les syndicats financiers, extrait de la Finance nouvelle, *Revue des Sociétés*, 1886, p. 122) a toujours été à la Bourse le secret de polichinelle ; le public ne fut-il pas instruit de la chose par la rumeur publique, n'aurait qu'à consulter purement et simplement la cote officielle pour savoir à quoi s'en tenir. Si elle a été toujours abandonnée à elle-même, il est impossible qu'une grosse valeur, sur laquelle il se pratique journallement des affaires considérables, reste dans une immobilité à peu près complète pendant de longs mois, et puis, éprouvant tout à coup les soubresauts d'une boussole affolée, passe subitement du plus grand calme à la plus grande agitation. » Le public on le voit, est prévenu ; mais où la manœuvre devient absolument illicite, c'est lorsqu'elle a pour objet de soutenir une valeur véreuse, et d'entretenir, par une hausse factice l'illusion du public.

Le rôle de la coulisse, dans l'émission d'une valeur est donc très variable ; tantôt sérieuse, présentant des garanties réelles, tantôt au contraire présentant les plus grands dangers. Aussi la négociation par la voie du parquet offre-t-elle de grands avantages ; l'admission à la cote est considérée à juste titre par le public, comme une preuve de la valeur du titre, comme une garantie de sa loyauté. Au contraire, la confusion qui existe dans la coulisse entre les bonnes et les mauvaises valeurs, n'est pas faite pour diminuer le discrédit où est tombé le marché libre. Avec M. Eug. Léon, nous demanderions que seule

fut permise la négociation des valeurs dont un prospectus aurait été publié et dont les allégations auraient été vérifiées.

C'est là du reste une question que nous aurons à traiter plus longuement lorsque nous examinerons la responsabilité des syndicats d'émission.

CHAPITRE II

NATURE JURIDIQUE DES SYNDICATS D'ÉMISSION

Nous avons essayé de montrer ce qu'était au point de vue matériel, au point de vue pratique, un syndicat d'émission.

Il nous faut examiner maintenant quelle en est la nature juridique. Lorsque nous aurons déterminé ce second point, il nous sera peut-être possible de rechercher comment on peut atteindre la responsabilité de ces syndicats.

Lorsque nous avons étudié la constitution des syndicats d'émission, nous avons dit que c'était une association *sui generis*, constituée d'une façon occulte pour assurer le placement des titres d'une société. Il est du reste universellement admis que ces syndicats ne sont pas, à proprement parler, des sociétés. « La société dit l'article 1832 du Code civil, est un contrat par lequel deux ou plusieurs personnes conviennent de mettre quelque chose en commun, dans la vue de partager le bénéfice qui pourra en résulter. » En analysant cette définition légale du contrat de société, on y trouve trois éléments essentiels : 1° il faut une chose mise en commun, c'est-à-dire

un apport social par chacun des associés ; 2° la société doit avoir en vue des bénéfices à réaliser ; 3° les bénéfices doivent être partagés entre les associés. Trouvons-nous ces trois caractères dans les syndicats d'émission ?

Nullement. D'abord, pas de fonds commun, pas de capital social. « Les mises effectuées par chaque syndicaire ne sont pas réunies à l'effet de pourvoir à un achat collectif, elles sont employées distributivement à l'acquisition pour le compte personnel des divers co-participants d'un nombre d'actions ou d'obligations déterminé, qu'ils espèrent revendre avec bénéfice. » (1) Nous n'y trouvons pas davantage un but unique, une série d'opérations entreprises dans un intérêt commun.

Le syndicat constitué d'une façon occulte n'agit pas ouvertement ; le directeur du syndicat, quand il achète ou vend une valeur, opère aux yeux de tous pour son compte personnel, ou bien chaque syndicaire agit isolément, chacun pour son compte. C'est seulement entre eux qu'il existe un contrat, une entente pour faire obtenir à la valeur la plus-value dont ils ont besoin pour réaliser un bénéfice ; de même qu'ils sont d'accord aussi pour toutes les opérations qu'ils effectuent sur cette valeur. Mais encore une fois, rien aux yeux des tiers ne vient révéler l'existence de ce syndicat.

Quelle est donc sa nature juridique ? Il semble bien qu'une association de cette nature ne soit autre chose qu'une association en participation. Rappelons en effet

1. Dalloz. Supp. V° Société. N° 1225.

brièvement les différents caractères de l'association en participation ; son caractère essentiel et dominant est d'être occulte, de ne point se manifester aux tiers, de se résumer dans un compte de bénéfices ou pertes entre les associés, sans qu'il y ait lieu de considérer son objet ou sa durée (1). Il en résulte notamment les conséquences suivantes : 1° que l'associé qui traite avec les tiers, le fait toujours en son nom personnel ; cet associé reçoit entre les associés le nom de gérant de la participation ; 2° que dans la participation, il n'y a pas de mise en commun, pas de capital social, chacun restant propriétaire de son apport, quoique cependant ce qui en forme l'objet puisse appartenir par indivis aux associés (2) ; 3° qu'il n'y a pas de raison sociale ; 4° qu'il n'y a point de siège social, quoique les associés puissent choisir un domicile commun pour y centraliser leurs opérations (3) ; 5° finalement que la participation n'est pas une vraie société se personnifiant dans un corps moral. La doctrine est à peu près d'accord avec la jurisprudence pour refuser la personnalité civile aux participations (4).

1. (Cass. 30 juillet 1877. S. 1877. 1. 473. Cass. 26 août 1879. S. 1879. 1. 454. Troplong. *Contrat de société*, p. 462. Bédarride II, p. 283. Poulle *Traité des associations commerciales en participation*. N° 54).

2. Troplong, p. 501. Cass. 13 juillet 1868. D. 1869. 1. 137. Cass. 22 déc. 1874. D. 1876. 1. 72).

3. (Paris, 7^e Ch. 30 juillet 1886. *Revue des sociétés*, 1887, p. 17. Trib. comm. Seine, 27 novembre 1888. *Le Droit*. N° du 16 déc. 1888. Trib. comm. Bordeaux, 18 janv. 1888. *La loi*, N°s des 17, 18 déc. 1888).

4. (Cass. 24 août 1879. S. 1879. 1. 454. Nancy, 13 juillet 1886,

De plus, les participations ne sont pas sujettes aux formalités de publicité prescrites pour toutes les autres sociétés commerciales. Art. 50. Code Commerce.

Ces différents caractères de l'association en participation s'appliquent parfaitement aux syndicats dont nous nous occupons, et qui sont, à n'en pas douter, de véritables associations en participation.

On lit en effet dans Dalloz. Supp. V^o Société, N^o 1993. « L'association en participation permet par la simplicité de son fonctionnement, comme de son organisation, de grouper rapidement et commodément les personnes intéressées à certaines opérations de bourse, ou de commerce relatives à la *création* ou à l'augmentation des sociétés proprement dites. Cette forme d'association s'appelle plus spécialement syndicat de participation ; son caractère licite n'est pas contestable en soi, et il n'y aurait lieu d'annuler de tels syndicats qu'autant que le but poursuivi serait contraire soit à la loi, soit aux statuts ou conventions sociales qui gouvernent la société à laquelle ils se rapportent ».

Les derniers mots de cette citation « qu'autant que le but poursuivi serait contraire à la loi », sont à retenir, car ils se rapportent à une question qu'il nous faut examiner : les syndicats d'émission tombent-ils sous l'application de l'art. 419 du Code pénal ? Nous avons déjà vu, dans le précédent chapitre, qu'il n'y a rien d'illicite dans

Revue des sociétés, 1886, p. 502. P. Pont II. N^{os} 1801 et suiv Paris, 8 août 1870. D. 1871. 2. 77.

le fait pour un certain nombre de financiers ou d'établissements de crédit, de se réunir, de se syndiquer, afin d'écouler dans le public des titres d'une société nouvelle et de bénéficier de la plus value résultant de cette revente. Mais nous avons vu aussi, que souvent des spéculateurs se concertent, afin de souscrire les actions émises à un faible taux, puis, après avoir, par une réclame effrénée, provoquée une hausse factice, ils écoulent avec des bénéfices considérables, les actions dont ils sont possesseurs ; la valeur n'étant plus soutenue, s'effondre, et le marché financier compte un désastre de plus. De telles manœuvres ne tombent-elles sur le coup de l'art. 419 du Code Pénal ? Ce texte est ainsi conçu : « Tous ceux qui par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des sur offres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, *par réunion ou coalition* entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne la pas vendre, ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui, par des voies ou moyens frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou des marchandises, ou des papiers et effets publics au-dessus ou au dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de 500 fr. à 10.000 francs. »

L'article, remarquons-le, ne parle que des papiers et effets publics, et l'on s'est demandé s'il était applicable aux actions et obligations des sociétés particulières.

La Cour de Paris et celle de Lyon s'étaient d'abord prononcées dans le sens de l'affirmative (1). Mais la Cour de cassation n'a pas adopté cette solution ; dans un arrêt du 30 juillet 1885 (2), elle a décidé que l'art. 419 ne s'appliquait pas aux actions ou obligations des sociétés particulières, de pareilles valeurs ne pouvant être considérées, ni comme des marchandises, ni comme des papiers ou effets publics. Les Cours d'appel et la Cour de Paris elle-même ont fini par se ranger à cette opinion. Aujourd'hui on reconnaît d'une façon à peu près unanime le caractère licite de syndicats financiers organisés en vue de placement et de la revente avec bénéfice des actions d'une société (3).

Bien plus, il a été jugé que les négociations des actions syndiquées auxquelles s'est livré un syndicat, afin de bénéficier de la hausse, en vue de laquelle il s'était constitué, ne pourrait être attaquées par les actionnaires sur l'unique motif qu'elles sont nécessairement entachées de dol ; une articulation de manœuvres dolosives caractérisées est indispensable ? (4)

1. Paris, 19 mars 1883. D. P. 1883. 1. 426 ; 27 déc. 1884. D. P. 1886. 1. 389. et la note ; Lyon, 12 mars 1885. D. P. 1886. 2. 136.

2. D. P. 1886. 1. 389.

3. Voy. Tosson, *L'Agiotage et les syndicats financiers*, p. 6, qui cite en ce sens, d'après l'auteur anonyme d'un ouvrage intitulé *la Bourse et le Palais*, Paris, 1885, les décisions suivantes : Trib. civ. de la Seine, 6 juil. 1881, aff. Chem. de la Vendée. Trib. com. de la Seine, 9 janv. 1882, aff. Durbon et Veil Picard ; Trib. com. de la Seine, 21 juin 1882, aff. Banque d'escompte.

4. Paris, 18 mars 1887. D. P. 1888. 2. 129. 28 avril 1887. D. P. 1888. 2. 105. Orléans, 24 juillet 1890. D. P. 1891 2. 337.

D'après la jurisprudence actuelle qui est suivie dans cette voie par un grand nombre d'auteurs (Bozérian *la Bourse*, t. 1, n° 412 ; Buchère. *Traité des opérations de la Bourse*, n° 479 et s. ; Ruben de Conder. *Dictionnaire V° Jeux de Bourse*, n° 96), les syndicats financiers ne tombent donc nullement sous le coup de l'article 419 du Code pénal.

Cependant nous ne sommes pas de cet avis ; certains auteurs regrettent que le législateur n'ait pas étendu sa main protectrice sur les actions commerciales ou industrielles des sociétés particulières. Mais ce qu'on demande à la loi de faire, nous croyons qu'elle l'a fait ; nous croyons que les mots « papiers et effets publics » sont assez élastiques pour s'étendre à tous les effets qui sont cotés ou susceptibles d'être cotés à la Bourse. Les cours de Paris et de Lyon avaient selon nous, dans leurs arrêts de 1883, 1884 et 1885, adopté une solution d'une valeur doctrinale incontestable, et il est fâcheux que la jurisprudence, obéissant peut-être à des considérations d'un ordre plus pratique, ait fait triompher la doctrine contraire.

En résumé, nous reconnaissons le caractère parfaitement licite des syndicats ; mais nous croyons que lorsqu'ils se livrent même sur des valeurs de sociétés particulières, aux manœuvres prévues et punies par l'art 419 du Code Pénal, ils tombent sous le coup des pénalités édictées par ce texte.

Les syndicats financiers, avons-nous dit, sont de véri-

tables associations en participation. En examinant quelques-uns des caractères de ces associations, nous déterminerons par là même quelques particularités des syndicats d'émission.

Ainsi, la règle de la contribution aux pertes, nécessaire en matière de société (art. 1855 du C. C.) s'applique aux associations en participation, et par suite aux syndicats (1).

Le banquier qui, d'après le contrat passé avec la société, assure à cette dernière le placement de ses titres, s'adjoint d'autres personnes pour constituer le syndicat d'émission ; chacun de ces syndicataires est inscrit pour un certain nombre de titres, mais doit participer à la perte comme au gain. Sinon l'opération n'est plus licite, et des syndicats ont été annulés, faute de s'être conformés à cette condition. C'est en partant de ce principe que le tribunal de la Seine a déclaré nuls les syndicats de garantie de la Cie de Panama, constitués pour les émissions du 3 août 1886, du 27 juillet 1887 et du 20 juin 1888 ; ces syndicats avaient été établis de telle sorte que les participants ne concouraient pas à la perte.

Le jugement de la première chambre du tribunal civil de la Seine, en date du 20 février 1896 (2), a posé à cet égard des principes très nets.

« Les syndicats formés par les sociétés pour le place-

1. Thaller. *Traité élémentaire de Dr. Co.*, premier fascicule, p. 232.

2. *Revue des Sociétés*, 1897, p. 172.

ment de leurs titres, constituent des contrats aléatoires. En conséquence si les stipulations faites sont telles que les syndicataires n'ont que des chances de gain à courir, suivant le succès de la souscription, sans aucune chance de perte, le risque, qui est de l'essence même des contrats aléatoires faisant défaut, le contrat manque de cause, et doit par suite être considéré comme nul aux termes de l'art. 1131 du Code civil, et les paiements faits dans ces conditions aux syndicataires, en vertu des actes syndicaux, donnent ouverture contre eux à l'action de répétition. »

Tout dernièrement encore un arrêt de la troisième Chambre de la Cour d'appel a confirmé ce jugement, en déclarant que les syndicats de garantie formés lors de chaque émission, n'avaient couru aucun risque sérieux, et que conséquemment les avantages qui leur avaient été consentis en rémunération de ces prétendus risques, devaient être remboursés au liquidateur de la Compagnie(1).

1. Ce procès avait été intenté par le liquidateur de la C^{ie}, M. Lemaquis, à trois grands établissements de crédit, la Banque d'Escompte, la Banque Transatlantique et la Caisse d'Epargne et de Crédit. Ces trois établissements durent donc rembourser à la liquidation la somme de 80000 francs environ qu'ils avaient reçue de la C^{ie} du canal interocéanique. Cette décision quoique très légale semble au premier abord en contradiction avec les principes stricts du droit. En effet, si la règle de la contribution aux pertes nécessaires dans une association en participation, peut produire des conséquences relativement aux syndicataires, comment admettre qu'elle puisse servir de base à une action intentée par la Société. Cette dernière n'a rien à voir là-dedans ; elle a reçu le prix des titres achetés par le syndicat ; si le prix n'avait pas été versé, on

Un autre caractère de l'association en participation, c'est l'absence de personnalité au point de vue juridique. Il est donc impossible au syndicat de devenir propriétaire des actions ou obligations qu'il a souscrites. Ces dernières ne peuvent appartenir qu'aux membres du syndicat, pris individuellement, ou bien au gérant du syndicat qui agira effectivement pour le compte des syndicataires, mais paraîtra aux yeux du public, le seul propriétaire des actions ; les autres participants ne figureront pas dans les actes faits dans l'intérêt commun.

Il résulte de là des conséquences sur lesquelles nous croyons inutiles d'insister ; le gérant du syndicat devient seul créancier ou débiteur ; seul il engage son patrimoine et encourt la faillite, sauf bien entendu son action contre les autres participants, pour les obliger à fournir les sommes nécessaires à l'entreprise (1).

aurait pu alors intenter une action en se basant sur le défaut de paiement du prix. Mais on s'est servi de l'art. 1855 C. C. pour annuler ces syndicats. Cela semble extraordinaire à moins d'admettre que les administrateurs de la C^{ie} faisaient partie du syndicat et jouaient eux-mêmes sur les titres. Mais alors la question au point de vue du droit devient encore plus obscure.

La vérité c'est que l'objection conserverait toute sa portée si nous nous trouvions en face d'une action intentée par la Société de Panama. Celle-ci n'aurait aucun droit pour réclamer la nullité des syndicats. Mais tel n'est pas le cas ; M. Lemarquis dans l'espèce citée représentait les obligataires, les créanciers et agissait en restitution des sommes indûment versées par la C^{ie} au détriment des obligataires. De cette façon, l'action était parfaitement recevable, et à notre avis c'est à bon droit que la Cour de Paris a prononcé la nullité des syndicats.

1. Amiens, 16 mai 1868 — D. 1870, 2, 48.

M. Pic, dans une savante dissertation sous Paris 12 décembre 1893 (1), ramène les syndicats, au point de vue juridique, à trois types différents. Nous écarterons immédiatement le troisième type qui est celui du syndicat faisant simplement office de courtier, d'intermédiaire entre la société et les souscripteurs, nous y reviendrons plus tard. Examinons pour le moment le syndicat des deux premiers types.

Dans le premier type, le gérant du syndicat achète en bloc tous les titres, pour les revendre au public avec prime, et répartir le bénéfice de l'opération entre les membres du syndicat au prorata de leurs apports. Dans cette première hypothèse, dit M. Pic, la participation porte à la fois sur la souscription ou achat des titres, et sur la revente ; l'association étant occulte, c'est le gérant seul connu des tiers, qui doit être considéré comme souscripteur des actions ou obligations à émettre (sauf à s'adjoindre quelques hommes de paille pour satisfaire aux exigences de l'art. 23 de la loi de 1867 sur le nombre minimum d'actionnaires) ; c'est lui également qui doit être considéré comme *vendeur* en son nom personnel, avec toutes les obligations inhérentes à cette qualité, de tous les titres qu'il rétrocède au public pour le compte du syndicat (2).

Le second type de syndicat, toujours d'après M. Pic, met au contraire directement en présence les syndicataires et la société ; « le gérant ou directeur du syndicat ne

1. D. P. 1896, 2, 481).

2. Thaller, *Annales de droit commercial*, 1887. 2. p. 168.

joue plus ici que le rôle d'intermédiaire entre la société et chacun des participants d'une part, entre ceux-ci et le public d'autre part. »

Nous ne croyons pas qu'il y ait là deux variétés, deux types différents de syndicats, mais bien deux façons différentes d'envisager la même question. Il arrive fréquemment que les adhérents à un syndicat auront eu l'intention de s'obliger personnellement et directement envers la société. Un syndicat organisé en participation par des capitalistes, pour faire réussir une émission, souscrire, soutenir les cours et spéculer, n'est point en effet, nous l'avons vu, un être moral capable de s'obliger ; en conséquence, lorsque plusieurs personnes se constituent en syndicat pour souscrire à une émission d'actions, la situation qui paraît le plus normale, c'est que chacune d'elles soit directement engagée pour un nombre d'actions correspondant à la quotité du capital remis par elle au gérant du syndicat (1).

Mais, d'un autre côté, s'il est reconnu que la souscription totale des actions prises par le syndicat est en fait l'œuvre personnelle du gérant, son œuvre exclusive, on doit décider que lui seul est actionnaire ou obligataire vis-à-vis de la société (2).

Qu'est-ce en effet qu'un syndicat ? C'est une association en participation ; or, il est de règle que dans cette

1. Paris, 19 février 1885. Aff. Bonnaud et comp. et autres, C. Pinet. Syndic de la faillite du Crédit de France, D. P. 1885-2-181.

2. Dalloz. Supp. V^o Société. N^o 1227.

sorte de société, c'est celui-là seul qui se révèle aux tiers, le gérant de la société qui est engagé vis-à-vis d'eux tandis que les autres associés ne le sont pas. Les tiers qui n'ont traité qu'avec l'un des membres d'une société en participation, n'ont pas d'action directe contre les autres associés demeurés étrangers à l'engagement encore que ces derniers en aient profité (1).

Il n'y a donc là, suivant nous, qu'une question d'interprétation de volonté ; il faudra rechercher si les syndicataires ont entendu s'obliger personnellement et directement, ou bien si leur intention a été d'engager la seule responsabilité du gérant du syndicat. Ainsi, par exemple, toutes les fois que les bulletins de souscription seront revêtus de la signature des divers syndicataires, ou même de la signature du gérant, agissant comme mandataire des syndicataires dont le nom serait mentionné, il faudra décider que ces derniers seront personnellement obligés au prorata de l'importance de leur souscription.

Même solution, dans l'hypothèse d'une convention conclue par le gérant, mais que les syndicataires se sont appropriée ouvertement. Au contraire le gérant seul sera obligé si lui seul comme nous l'avons dit plus haut a souscrit la totalité des actions, si sa personnalité s'est complètement substituée à celles des autres syndicataires, sauf bien entendu les règlements de compte ultérieurs entre eux.

Nous croyons donc que nous ne sommes pas en face de

1. Cass. 30 mars 1885. D. P. 1886. 1. 110.

deux variétés de syndicats, mais d'un seul type, affectant suivant les circonstances, deux aspects différents ; ce ne sont pas deux questions différentes, mais les deux faces d'une seule et même question.

Du reste, la solution que nous venons de donner, n'est pas loin d'être conforme aux idées émises par M. Pic. Car après avoir déterminé les différents types de syndicats, et montré l'importance de ces distinctions, au point de vue des responsabilités encourues, il ajoute : « Mais, quel sera le critérium permettant de rattacher dans chaque espèce, le syndicat d'émission constitué pour la garantie d'un emprunt à l'un des trois types dont nous venons de déterminer les caractères et les effets ?

Il est impossible de formuler à cet égard une règle bien précise. C'est aux juges qu'il appartient de statuer dans chaque espèce, en tenant compte de toutes les circonstances propres à les éclairer sur l'intention présumée des parties, et spécialement de la qualité des syndicataires, des usages, des mentions insérées sur le prospectus d'émission ».

Toutes les fois que la jurisprudence a eu à s'occuper de cette question, elle s'est prononcée dans le sens de l'obligation personnelle et directe de chacun des syndicataires (1). Un arrêt de la cour de Bruxelles du 11 mai 1889, a même été très loin dans cet ordre d'idées : « Attendu, dit

1. Voy. Arrêts de la cour de Paris du 19 février 1885, cité plus haut ; du 28 avril 1887. D. P. 1888. 2. 105 ; du 24 avril 1888. D. P. 1888. 2. 288.

un des motifs, que l'intimé précise en ce qui concerne la souscription des actions, qu'elle se fera au nom du syndicat ; que ces termes ne peuvent avoir d'autre signification que celle de dire que la souscription serait faite au nom de chacune des individualités qui le composaient, la formation d'un syndicat n'ayant pas donné naissance à une entité juridique distincte des personnes qui y participaient.

Attendu que ce serait méconnaître le caractère et les exigences de la combinaison syndicataire que de prétendre que la Banque d'épargne et de crédit, dût seule figurer en nom sur la liste des souscriptions..., etc. »

C'est là, nous l'avons vu, une doctrine qui nous paraît trop absolue. Quoiqu'il en soit, c'est la tendance actuelle de la jurisprudence (1).

Nous restons alors en présence du troisième type de syndicat reconnu par M. Pic, et qui sera pour nous notre second type, puisque nous avons confondu en un seul les deux premiers distingués par cet auteur. C'est le syndicat qui fait simplement office de courtier, d'intermédiaire entre la société et les souscripteurs ; ceux-ci sont censés traiter directement avec la société. « Il n'y a de rapport contractuel qu'entre eux et la société, et par suite, c'est contre la société seule, représentée par ses administrateurs en exercice, syndics ou liquidateurs, qu'ils peuvent

1. Voy. contra Civ. Cass. 21 mars 1876. D. P. 1876. 1. 198. Paris, 27 janv. 1876. D. P. 1879. 2. 74. Civ. Cass. 26 août 1879. D. P. 1880. 1. 120.

être admis à se pourvoir, en nullité de leur engagement, pour cause de dol ou d'erreur. Quant aux conventions de garantie, intervenues entre la société emprunteuse et le syndicat, elles sont à l'égard des souscripteurs *res inter alios acta*; ceux-ci ne peuvent donc pas plus s'en prévaloir contre les syndicataires, voir même contre le banquier émetteur, fut-il gérant du syndicat, que les syndicataires ne pourraient s'en prévaloir contre eux, à l'effet par exemple, de leur imposer certaines prestations complémentaires visées dans le traité passé entre le syndicat et la société, mais non mentionnées aux prospectus d'émission. »

Nous avons déterminé dans notre premier chapitre quel était le rôle pratique de cette variété de syndicats; il n'y a rien de particulier à ajouter sur leur nature juridique. Comme les syndicats du premier type, ce sont des associations en participation, constituées d'une façon occulte, dans le but d'écouler plus facilement dans le public les titres d'une société en formation. Leur bénéfice est représenté par la prime de courtage qui leur est allouée par la société sur chaque titre.

Il nous reste maintenant à traiter une importante question : les formalités de la loi du 24 juillet 1867, sont-elles applicables en matière de société constituée sans faire appel aux souscripteurs, et plus spécialement dans le cas de l'absorption de tous les titres par un syndicat d'émission, dont l'objectif est de revendre les titres au public avec bénéfice ?

La loi française, à la différence d'un certain nombre de législations étrangères (1), n'a pas prévu la constitution de sociétés anonymes sans appel à la souscription publique. Il est certain qu'il n'y a là rien d'illicite ; puisque aucun texte de loi ne le prohibe. Mais, il s'agit de savoir si la loi de 1867, qui semble embrasser dans ces dispositions, toutes les sociétés par actions, n'a en réalité réglementé que les sociétés par actions, faisant appel au public pour la souscription de leurs actions, et la formation de leur capital ; si les sociétés par actions dont les fondateurs s'attribuent toutes les actions, sauf à les répandre ensuite dans le public, sont affranchies des prescriptions relatives aux déclarations notariées, aux assemblées générales chargées de vérifier les apports, etc.

La solution de cette question ne peut-être mise en doute ; il n'existe nulle part une théorie qui dispense les sociétés se formant sans souscription publique des formalités de la loi de 1867. La seule discussion qui ait pu se produire n'a trait qu'à la procédure relative aux apports en nature.

Ce qui arrive fréquemment dans la pratique c'est que

1. Le code allemand par exemple a, dans son art. 209, décidé que lorsque les fondateurs se répartissent toutes les actions, la société existe sans qu'il soit besoin de convoquer une assemblée générale, par le seul fait de l'enregistrement de l'acte de la société sur les registres du commerce. (Voy. aussi Code italien, art. 128. Code romain, art. 129. Loi belge de 1873 modifiée par la loi du 22 mai 1886, art. 30. Code portugais, art. 163.

ces formalités ne sont pas remplies d'après l'esprit de la loi ; mais elles sont toujours obligatoires.

La loi de 1867 ne divise pas en deux classes les sociétés formées avec ou sans ouverture d'une souscription publique d'actions ; les dispositions de la loi sont générales, et embrassent toutes les sociétés par actions. Ceux qui n'ouvrent pas de souscription au début, et se réservent seulement d'écouler plus tard dans le public les actions qu'ils se sont attribuées n'inspirent pas plus de confiance que ceux qui ont fait appel dès le principe aux capitaux du public. D'un autre côté, les formalités de la loi de 1867 n'ont pas pour but de protéger seulement les souscripteurs, mais aussi les cessionnaires futurs des actions, et les futurs créanciers de la société. Aussi comme le disent MM. Lyon Caen et Renault (1) : « Le système opposé est-il fort dangereux ; il donne un moyen trop simple de tourner la loi. Avec ce système, sept capitalistes peuvent se réunir, se répartir toutes les actions, puis, sans avoir observé aucune formalité protectrice des tiers, négocier immédiatement leurs actions et devenir étrangers à la société. »

Nous devons donc décider que, bien qu'une société se constitue sans souscription publique, il n'en faut pas moins observer les formalités de la loi de 1867 : souscription intégrale, c'est-à-dire répartition de tous les titres émis entre les fondateurs ou syndicaux, versement du quart sur chaque titre ; déclarations des fondateurs devant

1. *Traité de droit commercial* II, N° 724.

notaires ; approbation des apports, sauf dans le cas prévu par l'art. 4.

Ceux-là seuls doivent être affranchis de l'observation de la loi qui ne veulent, ni présentement ni dans l'avenir s'adresser au public pour la composition de leur capital social.

Il est vrai que dans la pratique, les formalités de la loi de 1867 ne sont pas faites pour gêner ceux qui ont vraiment idée de s'en passer. M. Thaller, dans un article sur la réforme de la loi sur les sociétés par actions (1), a très bien montré sur ce point les lacunes de la législation actuelle ; quoi de plus facile que de se réunir au nombre de 7, de constituer une caisse sociale, où les mouvements de fonds se réduiront à un simple jeu d'écritures, de faire vérifier les apports par une assemblée générale dont l'opinion est connu d'avance ? C'est illégal, si l'on considère l'esprit de la loi ; mais parfaitement licite, si on s'en tient au texte précis. « Il paraît, dit M. Thaller, que la fraude n'était pas aisée à toucher du doigt, car si dans certains procès connus, la justice a annulé des sociétés fondées au moyen de ces expédients habiles, il en est d'autres pour lesquelles elle a reconnu le détour licite, sans compter toutes celles qui n'ont pas été inquiétées. Les lamentables résultats de cette politique financière n'ont pas tardé à se faire jour. On a vu le même capital couvrir à la fois vingt et cent sociétés diverses. »

1. Extrait du journal des sociétés civiles et commerciales.

La loi sur ce point-là est assurément insuffisante, et il y aurait lieu de se montrer plus sévère à l'égard de ces fondateurs de sociétés. M. Thaller propose, lors de la constitution de la société, l'homologation des statuts par le tribunal civil. Nous ne croyons pas qu'il faille chercher de ce côté le remède aux abus que nous venons de signaler ; nous sommes partisans de la plus grande liberté laissée aux entreprises commerciales, et peut-être la juridiction civile se montrerait-elle un peu exigeante à l'égard de celles-ci. A l'heure actuelle surtout, les opérations financières ont besoin pour se développer de la plus grande franchise et il faut autant que possible éviter de rendre leur fonctionnement plus pénible. Mais, ce à quoi l'on devrait tenir la main, ce sont les deux formalités de la souscription intégrale du capital social et le versement *effectif* du quart sur chaque action. Il y a là deux règles formelles écrites dans la loi de 1867, et dont l'observation rigoureuse déjouerait bien des calculs et éviterait bien des désastres.

Nous venons de voir que les prescriptions de la loi de 1867 sont parfaitement applicables aux sociétés dont les actions sont dès le principe réparties entre les membres d'un syndicat. Il semble bien par suite, et c'est là l'opinion générale, que ces syndicataires sont les véritables souscripteurs du capital social. Ils souscrivent chacun pour leur compte personnel, ou tous ensemble dans la personne du gérant, la totalité des actions afin de les revendre dans le public. Ils réalisent ainsi une véritable

cession d'actions, et le public qui achète ces titres, tient ses droits, non de la société, mais des syndicataires. C'est là une situation qui semble très-régulière, très-licite, et en même temps très-juridique. Cependant cette solution n'est pas celle de tous les auteurs, et en particulier M. Thaller dans une étude sur les Emissions d'actions à prime (1), a défendu une autre thèse : Les syndicataires n'agissent pas en leur nom propre, mais pour le compte des souscripteurs à l'émission, qui sont les véritables souscripteurs du capital social. « Les fondateurs n'ont pas couvert le capital social en leur nom propre ; s'ils ont jeté ensuite les actions sur le marché, ce n'est pas en vertu d'une cession. Il n'entendent pas se porter garants pour les appels de fonds ultérieurs. Les souscripteurs à l'émission sont les premiers preneurs des titres, et la société ne sera définitivement constituée que lorsqu'ils auront versé le quart du taux des actions. Quant au versement antérieur de pareille somme, de la part du syndicat, il est indifférent. Le syndicat est un simple intermédiaire entre la société et les actionnaires ; il fait acte de procuration, et pas plus qu'un mandataire n'a la propriété des titres qu'il détient, pas plus notre groupe de fondateurs. L'attribution des primes à ce groupe s'explique fort aisément comme une commission stipulée par le syndicat sur l'avoir social, comme la rémunération des

1. *Revue critique de législation et de jurisprudence*. Tome 48, année 1881. p. 519.

services qu'il rend à la société, en lui permettant de la constituer ».

Cette manière de voir est exacte, si l'on considère le syndicat comme faisant simplement office de courtier, entre la société et les souscripteurs. Il est bien évident que le banquier qui donne à la société le concours de sa clientèle, qui prête ses guichets pour l'émission des titres, ne doit pas être considéré comme le souscripteur du capital social. Nous l'avons déjà dit : les tiers dans ce cas sont censés traiter directement avec la société, et tiennent leurs droits de celle-ci ; mais nous avons vu aussi qu'à côté de ces syndicats, il s'en forme d'autres, véritables syndicats de garantie, achetant en gros, pour revendre au détail. Ceux-ci sont les véritables souscripteurs du capital social ; en vertu de quel principe, de quel texte juridique agiraient-ils pour le compte des souscripteurs à l'émission ? Nous ne le voyons pas. De plus, comment admettre, avec le système de M. Thaller, les engagements personnels que l'on exige la plupart du temps dans la pratique des adhérents à un syndicat d'émission ? Quelle responsabilité ferait-on peser sur ces syndicataires qui, en aucun cas, n'agiraient pour leur compte personnel ? Comme le dit M. Dalloz (1), « il en résulterait que les gérants des syndicats pourraient à peu près impunément, et sans même courir, ou faire courir aux adhérents le risque d'être poursuivis en paiement du non-versé, se livrer

1. Supp. V° *Société*, n° 1229.

à des manœuvres destinées à faire monter ces titres à une hauteur absolument factice, afin de liquider la participation dans les hauts cours ».

Ce danger est moins à craindre, si l'on décide que les syndicataires sont les véritables souscripteurs du capital social ; car, nous venons de le voir, il en découle deux conséquences importantes : l'engagement personnel des syndicataires, et l'application qu'on doit leur faire des prescriptions de la loi du 24 juillet 1867.

CHAPITRE III

RESPONSABILITÉ DES SYNDICATS D'ÉMISSION

Nous arrivons à la partie la plus délicate de notre étude ; car ici nous ne nous trouvons plus en face de pratiques financières connues, ou de solutions juridiques plus ou moins contestées. Nous sommes en pleine obscurité, en pleins tâtonnements, car il nous faut dès l'abord, déclarer que la responsabilité des syndicats d'émission n'existe pas dans l'état actuel de nos lois. Le droit commun ne permet en aucune façon d'atteindre les membres de ces syndicats, qui puisent leur principale force dans l'obscurité qui les enveloppe. Les rares décisions que la jurisprudence nous offre sur cette question sont des arrêts d'espèce, d'où il est impossible de faire découler une théorie générale. Et la meilleure preuve c'est que les cours et tribunaux ont été obligés pour atteindre ces syndicats de les considérer comme des fondateurs, enfin de leur faire application de l'art. 43 de la loi de 1867.

Il est vrai que la loi n'a nulle part défini la qualification de fondateurs (1). A défaut de définition légale, c'est

1. Au sujet de la qualité de fondateurs, voy. : Poitiers, 24 fé-

là une question de fait dont l'examen n'appartient pas à la Cour de Cassation (1). La tendance de la jurisprudence est de considérer comme fondateurs : 1° tous ceux qui, par un acte matériel, ont prêté un concours actif à l'accomplissement des formalités constitutives de la société ; par exemple, en convoquant les assemblées générales, en rédigeant les statuts ; 2° tous ceux qui se seront révélés au public, comme ayant coopéré à la création de la société. Et précisément, on fait entrer dans ce second groupe les personnes qui, membres la plupart du temps d'un syndicat, trafiquent de leur situation en laissant afficher leur nom en tête des prospectus pour inspirer de la confiance aux tiers.

Or, s'il est vrai que les membres des syndicats d'émission sont très souvent les véritables fondateurs de la société, il s'en faut qu'il en soit toujours ainsi. L'association en participation, connue dans la pratique sous le nom de syndicat d'émission, se compose d'une foule d'intéressés : administrateurs, directeurs, principaux actionnaires, banquiers émetteurs, etc. Et, il nous faut bien reconnaître que tous ces personnages ne peuvent pas, juridiquement parlant, être rangés dans la catégorie de fondateurs. Il faudrait, suivant les expressions de M. Per-

vrier 1886, *Revue des Soc.*, 1886, 266 et sur pourvoi, Cass. 19 octobre 1886 ; *Gaz. Pal.* 1886. 2. 661, S. 1886, 1. 471 ; Grenoble, 15 juin 1886 ; Poitiers 26 juil. 1886 ; *Revue des Soc.* 1886. 582. et Cass. 9 avril 1888. S. 1888. 1. 207 ; Toulouse, 23 mars 1887, *Gaz. Pal.* 1887. 1. 791.

1. Cass., 9 avril 1888 ; *Revue des Soc.*, 1889, p. 5.

cerou (1), une règle spéciale sur la responsabilité civile et pénale de ces financiers qui, sans jouer dans l'organisation d'une société anonyme, un rôle assez caractéristique pour être rangés juridiquement au nombre des fondateurs, se livrent en cette occurrence à des agissements préjudiciables aux actionnaires et aux créanciers sociaux. Mais, en l'absence d'un texte assez général, il nous semble impossible d'atteindre les syndicats d'émission, en prenant pour point de départ le principe de la responsabilité des fondateurs.

Nous nous placerons sur le terrain de la responsabilité des *émetteurs de titres*. Depuis plusieurs années, il s'est produit en Europe, un mouvement très prononcé dans ce sens; à la suite de désastres trop retentissants, il a paru de toute nécessité d'atteindre les financiers qui profitent de l'anonymat pour se livrer à des manœuvres illégales, et réaliser aux dépens du public des bénéfices scandaleux. Le problème était double; il fallait d'un côté forcer les syndicats d'émission à opérer en pleine lumière; de l'autre, une fois leurs agissements connus, atteindre leur responsabilité. C'est ce que plusieurs législations étrangères ont essayé de faire; en France la question vient seulement d'être posée par un député dont nous avons eu l'occasion de prononcer déjà le nom, M. Fleury Ravarin. Afin de bien préciser la question, nous ne saurions du reste mieux faire que de reproduire quelques passages de l'exposé des motifs de la proposition

1. Thèse Dijon, 1896.

de loi, que l'honorable député a déposé au mois de décembre dernier sur le bureau de la Chambre : « Des exemples récents, dit M. Fleury Ravarin, ont montré les dangers auxquels est exposée notre épargne, par suite des conditions défectueuses dans lesquelles se font actuellement l'émission et l'introduction dans le public des valeurs mobilières françaises ou étrangères. Le mode de placement par voie de souscription publique, qui présentait certaines garanties du fait même de la publicité donnée à l'émission, tend de plus en plus à disparaître. Il est remplacé par des introductions occultes faites directement dans la clientèle, sans aucune espèce d'indication préalable, et sans que le public puisse avoir d'autre connaissance de l'affaire que ce qu'il plaît aux émetteurs de lui faire savoir.

« Nous croyons qu'il y a dans cet ordre d'idées une lacune des plus importantes à combler.... En matière de valeurs mobilières, les moyens d'induire le public en erreur sont beaucoup plus faciles que dans tout autre cas.... Il nous suffirait de rappeler ce qui s'est passé en 1895, lors de la crise des mines d'or, et d'énumérer au hasard quelques-unes des valeurs qui, introduites sur le marché sans étude préalable de la part des introducteurs, ont donné lieu aux mécomptes les plus graves. Il est donc nécessaire d'entourer l'émission et l'introduction des valeurs mobilières, de diverses précautions de nature à empêcher d'une façon absolue le retour des abus qui se sont produits, et qui, par leur retour, pourraient, à

un moment donné, amener de véritables désastres. C'est dans cet ordre d'idées que nous considérons comme indispensable d'obliger l'émetteur et l'introducteur de valeurs mobilières, à publier un prospectus circonstancié ou notice donnant au public les renseignements qui lui permettent d'apprécier d'une façon suffisante l'affaire qui lui est présentée.

« Mais, pour que ces renseignements aient la sincérité nécessaire, il faut en outre que l'émetteur et l'introducteur se portent forts vis-à-vis du public, et soient responsables pécuniairement de la vérité des renseignements fournis. Avec l'obligation de ce prospectus, et avec la responsabilité qui en découlera, on doit espérer que les émetteurs apporteront plus de circonspection dans leurs appels à l'épargne, et qu'on ne verra plus se reproduire les abus que nous avons signalés....

« Le législateur a déjà pris un ensemble de mesures destinées à protéger cette partie si considérable de l'épargne qui s'emploie en valeurs mobilières. Par les lois de 1867 et 1893, il a entouré de certaines formalités la création et le fonctionnement des sociétés par actions. Il a cherché d'autre part à assurer la sécurité et la sincérité des transactions sur les valeurs mobilières par l'organisation d'un marché officiel sévèrement réglementé. Mais, s'il est intervenu ainsi lors de la création des valeurs mobilières, et à propos de leur négociation, il n'a rien fait jusqu'ici pour réglementer leur placement dans le public. Il lui appartient maintenant pour protéger la petite épargne

de compléter son œuvre en soumettant l'émission et l'introduction des valeurs mobilières aux prescriptions tutélaires édictées par la proposition que nous avons l'honneur de présenter à votre approbation ».

Voilà, résumé, en termes très clairs, le problème à résoudre et les remèdes proposés pour sa solution : Apporter un peu de lumière là où régnait la plus complète obscurité, déterminer des responsabilités qui se dérobaient jusqu'ici derrière le voile de l'anonymat.

Mais, avant d'examiner la proposition de loi de M. Fleury-Ravarin, il est bon d'étudier les réformes opérées par les législations étrangères en la matière ; nous y trouverons des renseignements très utiles à l'intelligence de cette question.

I. *Allemagne*. — On s'est beaucoup occupé dans ces dernières années en Allemagne des abus de la spéculation, et des moyens législatifs d'y remédier. A la suite de scandales financiers qui amenèrent en 1891, la chute d'un certain nombre de maisons de banque, le gouvernement résolut de prendre l'initiative d'une réglementation du marché financier. Le ministre d'État prussien M. Von Boëtticher, provoqua une enquête et une commission de 28 membres, fut chargée de recueillir l'opinion des hommes de pratique, et le sens des réformes proposées (1).

1. Les travaux de cette commission ont été publiés et commentés : Voy. art. de M. Weber dans la *Zeitschrift für Handelsrecht*, de Goldschmidt, 43^e vol. p. 83 à 220, de MM. Ring et Baron dans l'*Archiv für bürgerliches recht*, vol. 8 et 9, de M. Liebman dans la *Wochenschrift für Aktienrecht* de Francfort, 1894. p. 213, 233, 249 etc.

Le projet sorti des délibérations de cette commission est devenu, après quelques difficultés, la loi des bourses du 22 juin 1896, qui est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1897. En voici les principales dispositions (1).

L'institution des Bourses est subordonnée à l'autorisation du gouvernement régional qui en a la surveillance, mais peut la déléguer aux organes représentatifs des intérêts commerciaux, tels que les chambres de commerce. Du reste, il n'existe pas en Allemagne un type unique de Bourse comme en France. Berlin, Hambourg, Francfort ont des bourses d'une organisation différente, bourses ouvertes, bourses fermées, gérées par des villes, des associations, etc. L'État désigne auprès de chaque Bourse ses commissaires de surveillance administrative qui doivent surveiller les Bourses, prendre part aux délibérations des comités, signaler les abus. Chaque Bourse doit avoir un règlement homologué par le gouvernement et déterminant le mode d'administration, les conditions d'admission, la branche d'affaires à laquelle la Bourse doit servir. Il existe auprès de chaque Bourse une juridiction d'honneur, composée d'une autorité élue par le comité d'administration ou de la chambre de commerce, ayant droit de surveillance sur la Bourse, et pouvant traduire devant elle ceux qui contreviennent à la dignité ou à la foi commerciales. Depuis le commencement de l'année 1897, il

1. Voy. *Annales de droit commercial*, 1895, p. 41. Voy. La thèse très documentée de M. André E. Sayous sur les Bourses allemandes.

est juste de reconnaître que l'on n'a guère entendu dire qu'il y ait eu lieu d'appliquer ces fameux 19 paragraphes sur le tribunal d'honneur, et cependant, à en croire les accusations des agrariens, ce tribunal aurait dû siéger en permanence. C'est au comité d'administration de la Bourse qu'incombe le devoir de prononcer pour une valeur la cote au marché officiel. A cet effet, la loi reconnaît, pour intermédiaires des courtiers assermentés, mais ne disposant d'aucun monopole ; à côté d'eux, se trouvent des courtiers libres qui peuvent légalement négocier une valeur.

Dans chaque Bourse, il y a une commission pour statuer sur l'admission des valeurs au marché officiel. Cette question de la cote avait aux yeux de ceux qui ont pris l'initiative de la loi, une grande importance et pour mieux la faire saisir, l'exposé des motifs cite le résultat des émissions de valeurs étrangères aux Bourses allemandes dans ces dernières années :

Montant des capitaux émis	Cours d'émission	Cours peu d'ann. après
50 millions de marks	80 1/2	37 1/4
40.200.000 pesos.	90	44.60
458 millions de marks.	95	31 3/4
19 millions de marks	85,80	38,40
5 millions de livres sterling.	90	38
170 millions de marks.	97 5/8	31 3/4
96 millions de francs.	82	66.20
500.000 livres sterling	77 1/6	50.70
25 millions de livres.	92 3/4	60 1/2
14 millions de francs.	99 1/2	53
16 millions de marks	101	28 1/2

Ce sont là des pertes assez considérables pour justifier les précautions les plus sévères.

La commission d'admission des valeurs doit être composée pour le tiers de membres étrangers au commerce des valeurs de Bourse.

Le comité d'admission a pour mission et pour devoir :

D'exiger la présentation des documents qui servent de base aux valeurs à émettre et d'examiner ces documents.

De faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes les conditions de fait et de droit nécessaires à l'appréciation des titres à émettre et de ne point autoriser l'émission en cas d'insuffisance des renseignements.

De ne pas autoriser les émissions qui pourraient porter préjudice à des intérêts généraux considérables ou qui auraient pour but évident d'exploiter le public. (Art. 36, paragr. 3, de la loi de Bourse) (Voy. Sayous. Les Bourses allemandes, p. 191).

Les valeurs admises par la commission peuvent, par une décision ultérieure, être exclues de la cote ; cette commission ne peut pas refuser l'admission de valeurs émises par le gouvernement impérial ou par les gouvernements des États allemands.

La demande d'admission pour les valeurs autres que celles de l'Empire, doit être accompagnée d'un *prospectus* renfermant toutes les indications, tous les renseignements nécessaires pour apprécier la solidité des effets à émettre. La rédaction d'un prospectus n'est pas exigée pour les

émissions garanties par un État allemand, ou pour les obligations provinciales ou communales. Ce prospectus doit être publié pendant 6 jours au moins avant toute délibération de la commission.

Ainsi, voilà une première mesure : nécessité d'un prospectus. Nous devons en signaler une autre qui est le complément de la première. Si le prospectus avait donné des indications fausses assez importantes pour influencer sur la décision de la commission d'admission, *les personnes qui ont émis la valeur* sont responsables de la perte qu'elles causent aux souscripteurs. La même responsabilité leur incombe, en cas d'omissions volontaires, et aussi dans le cas où, au lieu d'affirmer les faits faux, on se serait borné à les citer à l'appui d'une argumentation comme le témoignage d'un tiers. L'indemnité due aux souscripteurs ne s'applique qu'aux effets admis sur la foi du prospectus, et faisant partie d'une affaire conclue en Allemagne. Le dédommagement pourra consister dans le remboursement de la somme payée pour l'achat de la valeur. La prescription est de 5 ans.

Enfin, troisième garantie : il est institué auprès du tribunal sur le modèle de l'ancien registre de commerce un registre particulier et public des marchés à terme dans lequel, moyennant une taxe de 150 marks et une taxe annuelle de 25 marks, devra se faire enregistrer quiconque voudra participer au marché à terme en spécifiant la branche de ce marché qu'il veut aborder. Cette inscription sur le registre ne peut avoir lieu qu'après un exa-

men de toutes les opérations de la fondation faite par une assemblée générale présidée par un juge (Registerrichter).

C'est cette idée que nous avons vu préconisée en France par M. Thaller qui demande l'homologation par le tribunal civil des statuts de la société. Nous avons expliqué plus haut pour quelles raisons nous repoussions ce système. Il a le grave danger, comme le disent MM. Lyon-Caen et Renault, de rétablir au moins en partie l'autorisation préalable ; or, nous croyons qu'il n'est pas dans le rôle de l'Etat d'intervenir dans la création et le fonctionnement des sociétés pour défendre les intérêts des associés ou des créanciers sociaux. C'est à ces derniers à prendre les précautions nécessaires pour ne pas être victimes des fraudes pratiquées trop souvent par les fondateurs et les administrateurs des sociétés.

Mais, les deux premières réformes opérées par la loi allemande sont à retenir : obligation du prospectus, et responsabilité bien définie des émetteurs d'actions.

Une série d'autres mesures prises par la législation allemande a trait à la responsabilité des fondateurs de sociétés et surtout (c'est ce qui nous occupe) de ces financiers qui, sans jouer dans l'organisation d'une société anonyme un rôle assez caractéristique pour être rangés juridiquement au nombre des fondateurs, se livrent à des agissements préjudiciables aux actionnaires et aux créanciers sociaux. C'est ainsi que l'art. 249 d. du Code pénal

allemand (1) édicte des peines sévères contre « toute personne qui s'est rendue complice de certaines machinations, voisines de la fraude, dans les émissions d'actions ». De même, aux termes de l'art. 213. b. du Code de com. doivent être considérés comme solidairement responsables du préjudice par eux causé, ceux qui procèdent, dans les deux ans de la constitution d'une société anonyme, à la vente publique des actions, lorsque les indications fournies par eux sont inexactes, et que cette inexactitude provient d'un dol ou même d'une simple faute de leur part.

En France où, comme nous l'avons vu, on est obligé de considérer les participants à un syndicat d'émission, comme de véritables fondateurs, pour atteindre leur responsabilité, il est regrettable que nous n'ayons pas un texte de cette généralité. Il y a bien l'art. 42 de la loi du 24 juillet 1867, mais c'est un texte beaucoup trop limitatif et beaucoup trop précis, pour atteindre les financiers dont nous nous occupons.

II. *Angleterre.* — Il existe en Angleterre trois bourses distinctes : la Bourse Royale, Royal Exchange, où se font les opérations sur les marchandises ; la Bourse des effets publics et fonds royaux, Stock Exchange et la Bourse des fonds étrangers, Foreign Stock Exchange. Le gouvernement ne s'occupe ni de l'administration ni de la surveillance du Stock Exchange qui relève de la ville de Londres.

1. *Annales de Droit commercial*, 1888. 2. 93.

Les opérations y sont faites par l'intermédiaire de courtiers (stock brokers) qui ne jouissent d'aucun monopole, mais qui sont assermentés. Auprès d'eux se trouvent les stock jobbers qui sont membres du stock Exchange, et qui se chargent des opérations sur certaines valeurs déterminées.

De même qu'en Allemagne, il existe au Stock Exchange un comité chargé de statuer sur l'admission des valeurs à la cote officielle ; mais les titres ne peuvent être admis avant que le comité ait donné son approbation (1). Le secrétaire du département des actions et emprunts donne avis à la Bourse de toute demande d'un jour spécial de règlement pour les opérations sur les actions d'une société nouvelle, une semaine avant que la demande soit soumise au comité. Il exige la production des documents suivants : le *prospectus*, les articles d'association ou statuts, ou un certificat constatant que la société est constituée régulièrement ; la liste des souscripteurs d'origine, le registre de répartition, et un certificat revêtu de la déclaration statutaire du président et du secrétaire indiquant le nombre des titres demandés, et celui des titres répartis au public, le montant des versements déposés, et attestant que ces sommes sont absolument quittes de toute réclamation ; le registre de la Banque et un certi-

1. Il n'y a pas au Stock Exchange de valeurs privilégiées et figurant de droit au bulletin officiel ; toutes doivent subir l'enquête et obtenir un vote favorable de la direction.

ficat des banquiers affirmant le montant des versements déposés (1).

Le comité prévient particulièrement les courtiers qu'ils ne doivent pas prêter l'appui de leurs noms à une société, sans prendre des renseignements exacts sur la bonne foi de son objet, sur l'honorabilité de ses promoteurs, directeurs et commissionnaires, et de toutes autres personnes intéressées. Les membres qui enfreindraient cette recommandation, s'exposeraient à être punis selon l'importance des cas (art. 138).

On le voit, les précautions les plus complètes sont prises, afin d'éclairer le comité de la Bourse et le public, sur la nature du titre que l'on s'apprête à lancer sur le marché, et les garanties qu'il offre. Nous y trouvons, de même qu'en Allemagne, la nécessité d'un *prospectus*, donnant au public tous les détails sur l'affaire, qui lui est présentée. C'est du reste dans le droit anglais que la théorie du prospectus (*Prospect theorie*) a pris son origine. La doctrine et la législation ont fait du prospectus un des pivots de la constitution des Compagnies par actions ; depuis longtemps déjà le prospectus était considéré comme obligatoire. Le *Companie's act* de 1867 décidait que « le prospectus d'émission, et en général tous écrits ou imprimés, sollicitant le public à souscrire des actions d'une Compagnie, doit énoncer les dates de tous contrats, et les noms des parties à tous contrats passés

1. Règlement du Stock Exchange, art. 130.

par les fondateurs, administrateurs, avant la publication de ce prospectus ou de ces imprimés. Faute de contenir ces mentions, le prospectus est présumé entaché de dol vis-à-vis de toute personne qui a souscrit des actions sur la foi dudit prospectus, à moins qu'il ne soit prouvé qu'elle a eu connaissance de ce ou ces contrats. Il y a donc en Angleterre une théorie très-complète et assise sur des bases très-solides en ce qui concerne la nécessité du prospectus.

Il ne faudrait pas croire que cette obligation du prospectus soit une entrave à la liberté des sociétés par actions, bien au contraire. Comme le fait très bien observer M. Boudon (*La Bourse et ses hôtes*, p. 404) « dès que l'Angleterre, patrie de l'esprit pratique, eut constaté l'utilité économique et industrielle des sociétés à coupures multiples, elle s'efforça d'en faciliter l'éclosion et le développement en leur concédant le maximum d'indépendance possible ; nous au contraire, tout en proclamant les mêmes principes, tout en reconnaissant dans les associations de capitaux le plus puissant levier de la richesse et du progrès modernes, nous nous sommes complus à en entraver l'action, de tout le faix de nos textes et de nos procédures ».

En Angleterre pour constituer une société deux actes suffisent : le *Memorandum d'association* et le *Prospectus*. Le *Memorandum* a pour objet d'assurer le contrôle de l'Etat et sa surveillance sur les associations de capitaux. C'est un mémoire qui contient le nom de la société, son

objet, le siège social, le montant du capital nominal, le nombre d'actions et leur taux, l'engagement de sept personnes de souscrire au moins un titre de la Compagnie. Ce memorandum est déposé au bureau des Joints Stock Companies ; s'il n'a rien de contraire à la loi, le *Registrar* l'incorpore, perçoit un droit d'enregistrement et la société est valablement constituée, elle peut fonctionner.

À côté du memorandum, l'autre formalité obligatoire est le *Prospectus* dont nous avons déjà parlé, qui sert de lien entre la société et le public.

Malgré cette simplicité de formalités, les garanties sont néanmoins très sérieuses. « Aucune compagnie ne peut se constituer irrégulièrement ou en fraude de la loi, puisque toutes doivent subir l'enregistrement, et que cette formalité est refusée à toutes celles qui ne sont pas conformes à la législation britannique. Il en résulte pour elles et pour le public cette sécurité que jamais une société anglaise n'est exposée, comme nombre des nôtres à porter en germe quelque nullité imprescriptible dont la découverte tardive en nécessitera en pleine prospérité la dissolution » (Boudon, *op. cit.*, p. 404).

D'un autre côté le prospectus offre une garantie également très efficace.

Voyons, en effet, de quelle façon la loi anglaise considère la responsabilité des signataires de ce prospectus, des émetteurs d'actions.

Vers 1889, un procès important en la matière, fut porté devant le comité judiciaire de la chambre des Lords. Les

directeurs de la Plymouth Devenport and districts Company, avaient dans leur prospectus, vanté les avantages de la traction à vapeur sur les routes ; or, l'autorisation d'employer un pareil mode de transport n'avait pas été obtenue. Un souscripteur d'actions de cette compagnie, intentait une action en dommages-intérêts aux directeurs, à raison du préjudice à lui causé par les fausses déclarations de ces derniers. Le comité judiciaire de la Chambre des Lords le débouta de sa demande, mais, en rendant ce jugement, lord Herschell exprima le désir qu'une loi spéciale vint combler la lacune de Common Law (1). En 1890, un bill a été présenté dans ce but à la Chambre des Communes. Ses principales dispositions ont été reproduites dans les Annales de droit commercial 1891, p. 242.

Tout directeur, au moment de l'émission des prospectus ou notices, toute personne qui ayant autorisé de pareilles mentions, est désignée dans les prospectus ou notices comme directeur, ou comme ayant accepté de devenir tel, tout fondateur qui a participé à la préparation des prospectus ou notices, sont tenus de payer un dédommagement aux personnes quelconques qui souscriront des actions ou obligations sur la foi de ces prospectus ou notice, à raison des pertes et dommages subis par elle, par le fait d'un exposé inexact. La responsabilité cesse si l'émetteur peut prouver qu'il avait un motif rai-

1. Voy. *The Economist*, 6 juillet 1889.

sonnable de penser, et qu'il a effectivement pensé que l'exposé était vrai.

De même la responsabilité peut être évitée, si l'intéressé retire son consentement aux fonctions de directeur, avant l'émission des prospectus ou notices, publiés ainsi sans son autorité ou sa permission, ou si, ayant connaissance de cette publication, il donne sur le champ avis raisonnable que le fait a eu lieu sans son consentement.

Cet act de 1890 établit une responsabilité bien nette de toute personne ayant été partie à la confection d'annonces ou de prospectus, contenant des faits mensongers (*untrue statements*). On a essayé l'année dernière de compléter la législation sur cette matière, et cette tentative a donné lieu à un intéressant débat devant la Chambre des Lords(1). Il s'agissait de la discussion, en deuxième lecture, d'un projet du gouvernement préparé par une commission que présidait depuis 1874 lord Davy. L'esprit général de cette proposition de loi était qu'on prit des mesures contre les tromperies exercées à l'encontre des actionnaires ; on demandait le versement de 5 0/0 sur l'action dont les 3/4 en argent (2) ; le contenu du prospectus devait être rendu plus clair ; le montant des apports évalué d'une façon plus sérieuse. Une loi de 1867 exige la tenue d'une assemblée générale dans les 4 mois après l'enregistrement ; le nouveau projet réduisait le délai à

1. Voy. *Annales du droit commercial*, 1897, p. 417.

2. Remarquons que d'après les règlements du Stock Exchange il faut un versement de 10 0/0 pour l'admission au marché.

un mois, et une communication complète des documents relatifs à la formation de la société devait être faite aux actionnaires dans les 8 jours précédant l'assemblée. Il y avait là toute une série de mesures réclamées dans l'intérêt des souscripteurs, des actionnaires, et la plus large publicité apportée aux entreprises financières.

Bien que ce bill ait été soutenu par des orateurs de valeur, lord Herschell, lord Davy, néanmoins, la Chambre des Lords ordonna son renvoi devant une commission spéciale (*select committee*). Cette décision n'a rien de surprenant : Chez le peuple anglais, jaloux de ses libertés, peut-être plus au point de vue commercial qu'au point de vue politique, tout projet cherchant à limiter la liberté des sociétés, risquait fort d'être mal accueilli. On a fait valoir qu'en voulant atteindre les entreprises peu loyales, on compromettrait le succès des autres. Le marquis de Salisbury, président du conseil, a convenu lui-même « que la responsabilité qu'on faisait peser sur les directions, en vertu d'une formule trop vague, pouvait, dans la pratique judiciaire, entraîner des condamnations imméritées, et substituer au régime actuel du *caveat emptor*, le régime tout opposé du *caveat director*, en terrorisant le monde des affaires ». Devant ces déclarations d'un gouvernement qui avait pris lui-même l'initiative de cette proposition, il allait de soi que le renvoi dût être prononcé ; mais tout espoir de voir voter cette réforme n'est pas encore perdu.

Dans tous les cas, cette tentative, surtout dans un pays

comme l'Angleterre, est utile à retenir ; elle montre bien une sérieuse tendance à éclairer le public sur les agissements des fondateurs de sociétés et des émetteurs de titres, et à déterminer nettement la responsabilité des uns et des autres.

III. *Belgique*. — La Bourse de Bruxelles se divise en trois parties : le parquet, la salle de liquidation et la salle des banquiers. Le parquet et la salle de liquidation sont réservés aux agents de change et aux courtiers, ou à leurs délégués, inscrits au rôle de la contribution communale. La salle des banquiers est accessible à toute personne qui a versé dans la caisse communale, une taxe annuelle de cent francs. (Voy. Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 256).

La demande d'introduction d'une valeur à la cote est adressée par écrit à la commission, elle est accompagnée d'un specimen des titres, de l'indication du taux d'émission, et s'il s'agit d'une valeur belge, de la maison chargée du paiement des coupons à Bruxelles, des statuts et dernier bilan (1). Jusque là, rien que de commun avec la plupart des règlements de Bourse. Mais, dans ce moment encore une commission extra-parlementaire, désignée par le gouvernement belge le 3 décembre 1893, travaille aux moyens à organiser pour réprimer les abus des spéculations financières. Voici les principales dispositions proposées par la commission : Toute émission publique d'actions ou de valeurs quelconques, devra être précédée dix

1. Régl. de la Bourse, chap. VI, art. 20 et 21.

jours au moins de la publication en langues française et flamande au *Moniteur belge* des documents de la concession, des statuts de la société, des conventions intervenues comme garanties, conditions, stipulations au profit de l'auteur de l'émission. Les signataires des documents à publier, doivent résider en Belgique, ou y posséder une succursale. Sanction : emprisonnement de 4 semaines à 3 mois, amende de 500 à 1000 fr., frappant même les intermédiaires qui publient sciemment des renseignements inexacts ou les portent aux assemblées pour faire la hausse ou la baisse.

La peine peut être doublée en cas de préjudice établi. L'action en réparation ne se prescrit que par dix années.

IV. *Transwal*. — La législation transwalienne a eu à s'occuper de la responsabilité des émetteurs de titres, en raison des capitaux énormes engagés dans les mines d'or. L'art. 1 de la loi de 1891 porte en effet « que tout promoteur ou toute autre personne ayant autorisé la publication d'un prospectus, ou inséré dans ledit prospectus des déclarations ou des rapports faux, sera rendue solidairement responsable vis-à-vis de ceux qui ont acheté des actions, obligations ou toutes autres valeurs, sur la foi de ce document, des pertes ou dommages encourus ».

On voit donc, par l'examen sommaire de ces diverses législations, que l'on s'est fortement préoccupé à l'étranger de la question des émetteurs de titres et de leur responsabilité. En France, rien n'a encore été fait sur ce point ; l'épargne qui s'emploie en valeurs mobilières n'a,

pour la protéger, que la loi du 24 juillet 1867, complétée par la loi de 1893. Or, les mesures édictées par la loi de 1867, sont totalement insuffisantes, et ne répondent plus aux besoins de l'heure actuelle ; les affaires financières ont pris un énorme développement ; de nouvelles mœurs ont mis à la mode des procédés irréguliers, mais que la loi de 1867 ne permet pas de considérer comme illégaux.

Il existe bien un texte qui paraît au premier abord prouver que le législateur a pris toutes les précautions nécessaires, ce sont les deux premiers paragraphes de l'art. 13 de la loi du 24 juillet 1867. Ces textes, en effet, sont ainsi conçus : « Sont punis des peines portées par l'art. 405 du Code pénal, sans préjudice de l'application de cet article, à tous les faits constitutifs du délit d'escroquerie : 1° Ceux qui par simulation de souscriptions ou de versements, ou par publication faite de mauvaise foi de souscriptions ou de versements qui n'existent pas, ou de tous autres faits faux, ont obtenu, ou tenté d'obtenir des souscriptions ou des versements ; 2° Ceux qui pour provoquer des souscriptions ou des versements ont, de mauvaise foi, publié les noms de personnes désignées, contrairement à la vérité, comme étant, ou devant être attachées à la société à un titre quelconque ». La formule de la loi permet, semble-t-il, de réprimer toutes les manœuvres de financiers peu scrupuleux. Mais il faut faire observer que les prospectus d'émission sont beaucoup plus dangereux, par ce qu'ils ne disent pas que par ce qu'ils disent. Le public, sans doute, a le plus grand

intérêt à connaître les espérances que fait naître l'affaire projetée. Mais il importe encore bien plus qu'il connaisse les avantages divers que les fondateurs se sont réservés, les majorations que nécessite la réalisation de ces avantages. Sur ces différents points, l'art. 15 de la loi de 1867 est impuissant ; il punit des faits dolosifs en matière de publicité, mais il ne prescrit l'accomplissement d'aucune faute ; dès lors, toute omission, toute dissimulation échappe à son empire.

Ce qu'il faudrait, c'est un ensemble de mesures permettant au public sollicité à souscrire, de se rendre un compte exact de ce qu'on lui demande et de ce à quoi il s'engage ; c'est en un mot, la nécessité d'un prospectus. En second lieu, il faudrait pouvoir atteindre la responsabilité de ces signataires de prospectus, de ces émetteurs de titres.

Un premier pas avait été fait dans cette voie par le Sénat en 1884. A cette époque fut discutée une proposition de loi tendant à modifier la législation existante sur les sociétés par actions. L'art. 4 du projet était ainsi conçu : « Tout bulletin de souscription d'une société doit contenir :

- 1° L'indication sommaire de l'objet de la société ;
- 2° Le montant du capital social ;
- 3° La partie du capital social représentée par des apports en nature ;
- 4° Les avantages particuliers réservés aux fondateurs ou à toute autre personne ;

5° La date de la publication du projet d'acte de société au *Recueil des sociétés*.

Les affiches, prospectus, insertions dans les journaux, circulaires, doivent contenir les mêmes énumérations.

L'omission totale ou partielle des indications prescrites par le présent article, donne lieu à une responsabilité civile ou pénale, soit contre les auteurs de cette émission, soit contre ceux qui leur auront sciemment prêté leur concours ».

L'idée qui avait dicté ces mesures était excellente ; on avait reconnu l'utilité de donner à la constitution des sociétés qui font appel au crédit et à la confiance des capitalistes, une publicité large, publicité qui aurait mis le plus souvent obstacle aux fraudes si fréquentes en cette matière.

L'art. 44 du projet de loi procédait du même ordre d'idées : « Dans le cas de mise en vente publique d'actions non ordonnée par justice, les affiches, prospectus, insertions dans les journaux, circulaires, ainsi que les bulletins de souscription ou d'achat, doivent contenir les énonciations prévues en l'art. 4, et en outre la date de l'assemblée constitutive de la société, ou si le capital a été augmenté, la date de l'assemblée générale qui a voté cette augmentation, et le montant par action de la somme restant à verser. Les dispositions du dernier paragraphe de l'art. 4 sont également applicables dans ce cas. »

Le projet du Sénat ne fut pas adopté, et la question

resta en suspens. Elle vient d'être reprise par M. Fleury Ravarin, au mois de décembre dernier. L'honorable député ne s'est pas placé au même point de vue que les auteurs de la proposition soumise au Sénat en 1884 ; ceux-ci avaient projeté une réforme presque complète de la loi de 1867, avec une publicité beaucoup plus grande, organisée dans l'intérêt du public. M. Fleury Ravarin a envisagé un cas beaucoup plus particulier ; frappé des dangers que pouvait faire courir à l'épargne l'organisation de ces syndicats financiers dont nous avons essayé de montrer l'organisation, il a cherché le remède dans la responsabilité des émetteurs, de ceux qui lancent une valeur sur le marché. Il s'est inspiré de l'idée qui a présidé à la confection de la loi allemande de 1896.

Examinons brièvement cette proposition de loi dont la discussion n'est pas encore venue devant la Chambre des députés.

Article Premier.

Il ne peut être procédé à aucune émission d'actions ou d'obligations d'une société créée ou à créer, soit par voie de souscription, soit par tout autre mode d'appel au public, sans que cette émission ait été précédée de la publication d'un prospectus circonstancié, dûment signé par les émetteurs, et contenant, les indications nécessaires pour apprécier la valeur des titres à émettre.

En cas d'apports faits à des sociétés constituées, ou à constituer, en cas d'avantages particuliers consentis à

des tiers, le prospectus devra relater d'une manière spéciale et précise les conditions dans lesquelles s'effectuent ces apports et sont consentis ces avantages particuliers.

Si, lors de l'émission, l'entreprise a déjà été l'objet d'une exploitation, le prospectus devra indiquer les résultats pécuniaires de cette exploitation, pendant les deux années précédentes, ainsi qu'un relevé détaillé du bilan à une date qui ne pourra être antérieure de plus d'un mois au jour de l'émission.

Si l'entreprise est pourvue d'une concession, si elle dispose de subventions ou de garanties des pouvoirs publics, la nature, la durée et le montant de ces concessions, subventions ou garanties devront être énoncés.

Le prospectus devra être publié par insertion dans un des journaux chargés des annonces légales et judiciaires. Il contiendra les noms des fondateurs et administrateurs de la société.

Article 2.

Les délibérations des assemblées générales, ayant pour objet l'approbation du bilan annuel, devront être publiées dans les formes prescrites par l'art. 56 de la loi du 24 juillet 1867. Cette publication sera accompagnée du relevé du bilan présenté à l'assemblée générale.

Article 3.

Les dispositions des articles 1 et 2 ci-dessus, s'appliqueront à toute émission ou introduction en France de

valeurs étrangères, fonds d'États, actions ou obligations de sociétés ou autres titres. Le prospectus sera revêtu de la signature d'un établissement de banque, ayant en France un siège d'affaires depuis deux ans au moins.

L'établissement de banque signataire du prospectus devra pourvoir à la publication annuelle du bilan, ainsi qu'il est dit à l'art. 2 (1).

Ainsi, en premier lieu, nécessité d'un prospectus et publicité aussi large que possible dans l'intérêt des souscripteurs ; la première partie de la proposition de loi de M. Fleury-Ravarin, apporte une réelle amélioration dans la législation actuelle, et prévoit d'une manière très complète les diverses mentions que doit contenir le prospectus. La deuxième partie (2) qui a trait à la responsabilité des émetteurs de titres, ne mérite peut être pas une approbation aussi complète. Donnons d'abord le texte des trois derniers articles.

Article 4.

En cas d'omission ou d'inexactitude dans les énonciations du prospectus, les fondateurs, administrateurs, émetteurs, et s'il s'agit de valeurs étrangères, l'établissement de banque signataire du prospectus, seront responsables envers tous détenteurs de titres du dommage qui leur aurait été ainsi causé.

1. Les deux dernières dispositions de cet article ont été empruntées à la législation belge.

2. Art. 4, 5 et 6.

Toutefois la dite responsabilité cessera en cas d'inexactitude lorsque le signataire justifiera de sa bonne foi et de son absence de faute lourde.

Article 5.

Tout intermédiaire qui participera à une émission, introduction ou négociation de valeurs sans qu'un prospectus de cette valeur ait été préalablement publié, encourra une amende de 500 à 10.000 fr., sous réserve de l'art. 463 du Code pénal.

Article 6.

Sera également passible de l'amende ci-dessus toute personne qui, dans une publication quelconque, aura relaté le cours d'une valeur n'ayant pas été l'objet d'un prospectus préalable d'émission.

Ces trois derniers articles du projet de loi établissent le principe de la responsabilité; d'une manière générale, on peut dire qu'il y a là une innovation très heureuse, mais il faut néanmoins présenter quelques observations sur la façon dont est déterminée cette responsabilité.

Il arrivera forcément, si le projet de loi de M. Fleury-Ravarin est adopté, que, pour échapper aux exigences très lourdes qu'entraînerait la responsabilité des signataires du prospectus, on fera signer ce prospectus par des hommes de paille, dont l'insolvabilité rendra toute poursuite illusoire. Les véritables fondateurs de l'entreprise continueront à agir dans l'ombre, ils accompliront leurs

manœuvres malhonnêtes comme par le passé, et lorsque le souscripteur dupé demandera aux tribunaux la réparation de ses pertes, on se trouvera en présence de comparses, contre lesquels il n'y aura rien à faire.

On aurait dû introduire dans le projet de loi certaines dispositions permettant de considérer comme sérieuses la solvabilité, la garantie du signataire du prospectus. Dans une thèse très intéressante sur la protection des capitaux en France (1), M. Lewandoswski a proposé pour certaines émissions d'actions la garantie de l'Etat. Il se place dans l'hypothèse d'emprunts émis en France par des Etats étrangers ou par des sociétés étrangères. « Dans ce cas, dit-il, le rôle de l'Etat représenté par le ministre des affaires étrangères, serait, non pas de discuter la situation financière de l'emprunteur, ce qui constituerait assurément un acte attentatoire à sa dignité, et contraire aux principes du droit des gens, mais simplement de stipuler au profit des souscripteurs certaines garanties, ce qui est du reste parfaitement légitime, puisque l'emprunt d'Etat est par certains côtés un acte de confiance, en ce sens que celui qui prête n'a pas la faculté d'analyser et de discuter bien sérieusement la situation de son débiteur. L'Etat aurait une double fonction : stipuler au profit des souscripteurs d'emprunts un ensemble de garanties sérieuses, telles que l'affectation d'une partie déterminée des revenus de l'Etat débiteur au paiement des intérêts

1. Lyon, 1896.

et de l'amortissement, et la prise de possession desdits revenus par les représentants des créanciers ; en second lieu, vérifier si toutes les conditions annoncées sur le prospectus d'émission, si toutes les garanties promises aux souscripteurs sont réalisées ou réalisables, afin que les mécomptes provenant des allégations mensongères du débiteur, puissent être évités dans la mesure du possible. »

Cette théorie se présente sous un aspect très favorable par la protection qu'elle accorde aux souscripteurs ; mais, nous l'avons déjà vu, elle part d'un point de vue très dangereux, l'intervention de l'Etat en matière de souscriptions financières. M. Lewandoswski l'a si bien senti qu'il n'a pas osé proposer la même protection pour les souscripteurs de valeurs de sociétés françaises en les soumettant à la garantie du gouvernement, représenté par le ministre des finances. Mais, même en ce qui concerne les valeurs étrangères, nous ne croyons pas exacte la thèse de M. Lewandowski. Nous avons expliqué plus haut pour quels motifs, l'intervention de l'Etat, en pareille matière nous semblait plus nuisible que protectrice.

Est-ce à dire qu'il faille renoncer à garantir la solvabilité des signataires de prospectus ? Loin de nous cette pensée, puisque précisément, nous estimons qu'il y a à cet égard une lacune dans la proposition de loi de M. Fleury-Ravarin. Mais ce n'est pas aux pouvoirs publics qu'il faut demander cette garantie ; il existe une autorité qui nous semble bien mieux qualifiée pour cela, c'est la Chambre de commerce. Elle présente toutes les qualités

de compétence et d'honorabilité possibles ; si la chambre de commerce était chargée de contrôler les signataires des prospectus d'émission, il est certain que ce serait là une garantie des plus sérieuses pour les souscripteurs.

A un autre point de vue, la proposition de M. Fleury-Ravarin nous paraît peut-être un peu draconienne ; en examinant attentivement l'art. 4, il est impossible de n'être pas frappé de la responsabilité écrasante que ce texte fait peser sur les différentes personnes qui ont coopéré à l'émission des actions. Il est à craindre qu'en face d'une charge aussi lourde, on trouve difficilement un émetteur qui veuille mettre son nom au bas d'un prospectus.

De plus le paragraphe *in fine* de l'art. 4 apporte un renversement dans les formes de preuve ordinaire, modification dont le besoin ne se faisait pas sentir.

« La dite responsabilité cessera, dit le texte, en cas d'inexactitude lorsque le signataire justifiera de sa bonne foi et de son absence de faute lourde. » Ainsi la faute lourde est présumée ; pourquoi cette sévérité exagérée ? Pourquoi le signataire du prospectus doit-il faire la preuve de sa bonne foi, même en cas d'inexactitude ?

Il y a là, nous le répétons, un renversement dans les formes de preuve que rien ne justifie.

Malgré cela, et sous le bénéfice des observations que nous venons de présenter, nous croyons que la proposition Fleury-Ravarin réalise un réel progrès dans la matière qui nous occupe ; elle prouve tout au moins que le

législateur se préoccupe de la situation du marché financier qui réclame une solution prompte et efficace.

Cette question de la responsabilité née d'un prospectus d'émission, a sa base dans des principes juridiques dont nous allons dire un mot avant de terminer. Ce principe a été formulé en des termes très nets et très précis par M. Thaller, dans son *Traité élémentaire de droit commercial*, premier fascicule, p. 276, note : « Quiconque dans des circulaires, dans un journal, fait une notice de prospectus et parle de son chef, sans se borner à citer la déclaration d'autrui, sans se retrancher derrière autrui se porte par là même garant de l'exactitude des allégations produites. Si elles sont reconnues fausses plus tard, et que d'ailleurs l'auteur du prospectus aurait pu s'assurer de leur défaut de vérité, il y a une responsabilité encourue. C'est la garantie des *dicta atque promissa*. »

En droit romain, le vendeur est lié par toutes ses déclarations et promesses (*dicta atque promissa*) relativement aux qualités et aux vices de la chose.

C'est une application du principe que le vendeur est tenu de garantie à raison des défauts de la chose vendue, qui la rendent impropre à l'usage auquel elle est destinée, ou qui en diminuent sensiblement la valeur. Il est toujours tenu de garantir l'existence des qualités qu'il a affirmé appartenir à la chose vendue, (Fr. 43 pr. § 1. Fr. 66 pr. *in fine D. de contrah. emtione* 18, 1.) (Fr. 6 § 4. Fr. 13. § 3. *D. emti* 19, 1.) Cependant d'après le droit romain des éloges vagues que le vendeur prodigue à sa chose n'en-

traînent point de responsabilité, sauf le cas de dol (Fr. 37. D. *de dolo malo* 4, 3.) Et les édiles donnent en conséquence à l'acheteur les actions *redhibitoria et quanti minoris*. L'action *redhibitoria* sera utile si l'on suppose que la déclaration du vendeur est inexacte sans être mensongère. En cas de dol, au contraire, l'acheteur peut exercer l'action *empti* ou l'action *quanti minoris*. Ces deux dernières actions feront parvenir au même résultat : soit la résiliation du contrat ou des dommages et intérêts, soit la redhibition ou une réduction de prix pour les *dicta et promissa*. La seule différence qui existe entre ces deux actions, c'est que l'action *quanti minoris* par sa nature se prête à être exercée plusieurs fois, tandis que l'action *empti* intentée une seule fois s'épuise à moins que l'on ait eu soin d'en limiter les effets par une *præscriptio* (1).

Ces principes n'ont pas été reproduits d'une façon formelle par le Code civil, mais nous croyons bien qu'une application plus stricte des règles générales en matière de dol serait suffisante pour atteindre le but que nous poursuivons. Qu'est-ce en effet que le dol ? Le Code civil n'en a pas donné une définition bien nette, mais Pothier l'a fort justement qualifié : « Toute espèce d'artifice dont quelqu'un se sert pour en tromper un autre ». Du reste le dol peut s'établir soit de faits positifs, soit du silence gardé dans certaines circonstances, soit de toute autre cause ; il revêt mille formes et c'est uniquement d'après

(1) Accarias, *Précis de droit romain*, 2. II p. 470.

les cirsonstances qu'on peut décider s'il y a eu dol ou non (V. Laurent, t. 15, n° 523). Devant cette grande latitude qui leur est laissée, les tribunaux pourraient croyons-nous en appliquant les règles relatives au dol et à la garantie en matière de vente (*dicta atque promissa*) atteindre efficacement les émetteurs de prospectus mensongers (Voy. Cass. req. 14 juillet 1861. Aff. Brulin. D. P. 52. 1. 429).

La jurisprudence s'est occupée surtout de cette question au sujet de la responsabilité des banques dans les émissions.

Il s'agit ici d'un banquier émetteur non syndiqué ; celui-ci n'est qu'un simple intermédiaire entre la société et le public ; il ne fait même pas office de commissionnaire comme quelquefois les membres d'un syndicat. Il se borne à prêter à la société emprunteuse son concours, et celui de son personnel, pour l'encaissement des sommes versées par les souscripteurs. Quelle est la responsabilité de ce banquier au regard de ces derniers ? Etant donné qu'il n'y a aucun lien contractuel entre le banquier d'une part, et la société ou les souscripteurs de l'autre, il est généralement admis que cette responsabilité ne peut-être que delictuelle. « En d'autres termes, le banquier ne peut-être considéré comme responsable, qu'autant qu'il se serait rendu coupable, lors de l'émission, d'un dol ou d'une faute caractérisée, tombant sous l'application du droit commun de l'art. 1382. C. Civil » (1).

1. Paris, 5 décembre 1887. D. P. 1889. 2. 185. Civ. rejct 18 mars 1891. D. P. 1891. 1. 401. Orléans, 4 juin 1892. D. P. 1896. 2. 161.

La tendance de la jurisprudence paraît favorable au principe de la responsabilité des banques, lorsqu'elles ont pris un engagement personnel qui résulte expressément du contrat, des prospectus, affiches, etc. Ainsi, lorsqu'une banque a pris une part directe à la rédaction du prospectus d'une entreprise industrielle, sans qu'il lui fût possible d'ignorer les inexactitudes mensongères de ce prospectus, elle ne peut être considérée comme un simple banquier intermédiaire entre l'emprunteur et le souscripteur d'obligations ouvrant ses guichets pour recevoir les souscriptions, et n'encourant aucune responsabilité, à raison des moyens employés pour tromper les prêteurs, ou les engager à prendre part à la souscription (1).

Il a été jugé dans le même sens que le banquier qui, dans un intérêt personnel, lance sur le marché des titres qu'il sait être sans valeur, ne saurait prétendre que son rôle se bornait à l'encaissement des obligations souscrites, et qu'il encourt vis-à-vis des tiers la même responsabilité que les administrateurs eux-mêmes ; son devoir en pareille circonstance est de vérifier si les déclarations et les promesses faites au public par les administrateurs sont exactes, car il les fait siennes, et les revêt de sa propre garantie au regard des tiers (2).

La question a été posée très nettement par M. Sayous dans son ouvrage sur les bourses allemandes : « Ou l'é-

1. Cass. civ. 18 mars 1891, déjà cité.

2. Paris, 26 mars 1886, journal des sociétés, 1886, p. 444.

metteur ne garantit que l'existence réelle du titre, n'apparaît nullement dans la partie importante du prospectus n'est responsable que de son dol et de sa faute lourde, et il n'est point soumis à une responsabilité qui puisse servir de frein à une activité presque frauduleuse, tout au moins socialement dangereuse ; ou l'émetteur garantit la valeur du titre, a dû vérifier les données du prospectus et sa responsabilité apparaît lourde non pas aux yeux du juriste qui ne songe qu'aux principes généraux du droit, mais aux yeux de tout praticien, qui percevra de suite les conséquences d'une faute assez minime ». (1) Voilà une distinction bien plus nette que celle faite en France par la jurisprudence.

Car cette responsabilité des banquiers émetteurs ne nous paraît pas établie d'une façon assez précise ; nous croyons qu'il faudrait l'asseoir sur des bases plus solides. Nous nous associons pleinement au vœu que formule M. Levandoski, lorsqu'il dit : « On devrait forcer les Banques à garantir pendant un temps déterminé les titres qu'elles émettent ; soit, lorsque groupées en un syndicat qui a pris ferme le stock de titres à placer, elles font au public souscripteur une véritable cession de titres, soit, lorsque prêtant seulement leurs guichets, elles ne l'ont pas nettement stipulé au moment de l'émission, afin de prévenir les intéressés qu'elles n'étaient dans ce cas que de simples intermédiaires. En un mot, considérer le banquier comme un commerçant quelconque qui répond *sinon de*

1. Sayous, *Les Bourses allemandes*, p. 205.

la qualité de la chose vendue, du moins de sa conformité avec les énonciations du contrat. »

Voilà, selon nous, le véritable principe juridique sur lequel repose la responsabilité des émetteurs de titres ; la théorie des *dicta atque promissa* du droit Romain (1). Le principe du reste s'applique aussi bien au syndicat, vendeur de titres, qu'au syndicat commissionnaire ; car il ne faut pas oublier qu'à la différence du mandataire, le commissionnaire agit presque toujours en son nom ; c'est en sa personne que se produisent les effets des opérations.

Sans être d'une application absolue, ce principe de la responsabilité des émetteurs de titres, aidé de quelques mesures pratiques, comme celles proposées par M. Fleury-Ravarin, pourrait être une arme précieuse dans la main de juges à peu près désarmés.

1. Remarquons cependant que si l'on faisait application de cette théorie des *dicta atque promissa* l'objection que nous faisons à l'amendement Fleury-Ravarin au sujet du renversement des modes de preuves ordinaires n'aurait plus sa raison d'être. Si le signataire du prospectus est responsable à raison de ce qu'il affirme des qualités de la chose, c'est à lui à faire la preuve de sa bonne foi. Mais l'objection subsiste avec la législation actuelle qui n'a fait jusqu'à présent que des applications très timides de la théorie que nous préconisons.

VU :

Le président de la thèse,

E. THALLER.

VU :

Le Doyen,

GARSONNET.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Pour le Vice-Recteur :

L'Inspecteur de l'Académie de Paris,

LAVIEVILLE.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1
CHAPITRE PREMIER. — Du fonctionnement des syndicats d'émission	5
Section I. — Différents aspects des syndicats d'émission . .	5
Section II — § I. — Organisation actuelle de la Bourse . .	21
§ II. — Introduction d'une valeur sur le marché . . .	35
CHAPITRE II. — Nature juridique des syndicats d'émission.	52
CHAPITRE III. — Responsabilité des syndicats d'émission .	75

